全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



汇添富基金·世界资本经典译丛

The Investor's Anthology: Original Ideas from the Industry's Greatest Minds



点津

——来自大师的精彩篇章

[美] 查尔斯·D. 艾里斯 (Charles D. Ellis) 詹姆斯·R. 文廷 (James R. Vertin) 编

上海财经大学出版社





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



汇添富基金·世界资本经典译丛

点 津

——来自大师的精彩篇章

[美] 查尔斯·D. 艾里斯 (Charles D. Ellis) 编



上海财经大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

点津:来自大师的精彩篇章/(美)艾里斯(Ellis, C. D.),文廷(Vertin, J. R.)编;江晓东,张美芳译.—上海:上海财经大学出版社,2009.8
(世界资本经典译丛)
书名原文:The Investor's Anthology: Original Ideas from the Industry's Greatest Minds
ISBN 978-7-5642-0559-1/F·0559

Ⅰ.点… Ⅱ.①艾… ②文… ③江… ④张… Ⅲ.股票-证券投资-经验-世界 Ⅳ.F831.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 126133 号

□ 责任编辑 仲崇巍
□ 封面设计 张克瑶
□ 版式设计 孙国义

DIAN JIN
点 津
——来自大师的精彩篇章

[美] 查尔斯·D. 艾里斯(Charles D. Ellis) 詹姆斯·R. 文廷(James R. Vertin) 编
江晓东 张美芳 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)
网 址:http://www.sufep.com
电子邮箱:webmaster @ sufep.com
全国新华书店经销
上海市印刷七厂印刷
上海远大印务发展有限公司装订
2009 年 8 月第 1 版 2009 年 8 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 15.75 印张(插页:3) 241 千字
印数:0 001—4 000 定价:36.00 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拨动琴弦

唱一首经典

资本脉络

在伦巴第和华尔街坚冷的墙体间，仍然

依稀可见



千百年后

人们依然会穿过泛黄的书架

取下

这些书简

就像我们今天，怀念

秦关汉月

大漠孤烟

……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汇添富基金·世界资本经典译丛
编辑委员会

编委会主任	丛树海
编委会执行主任	张　晖　于东升
编　委	黄　磊　袁　敏 韩贤旺　钱　慧 于凌波　刘劲文 魏小君　王　波 曹翊君　郭　君 金德环　田晓军 柳永明　骆玉鼎 周继忠　崔世春
策　划	黄　磊　于凌波

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

献给阿伦·门罗(Allan Munro)、罗杰·史密斯(Rodger Smith)、戴维·福克斯(David Fox)和彼得·加里森(Peter Garrison)。

对这些多年来与我共同创立格林威治合伙公司(Greenwich Associates)的合伙人致以崇高的敬意和深深的谢意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总序

“世有非常之功，必待非常之人。”中国正在经历一个前所未有的投资大时代，无数投资人渴望着有机会感悟和学习顶尖投资大师的智慧。

有史以来最伟大的投资家，素有“股神”之称的巴菲特有句名言：成功的捷径是与成功者为伍！（It's simple to be a winner，work with winners！）

向成功者学习是成功的捷径，向投资大师学习则是投资成功的捷径。

巴菲特原来做了十年股票，当初的他也曾经到处打听消息，进行技术分析，买进卖出做短线，可结果却业绩平平。后来他学习了格雷厄姆的价值投资策略，投资业绩很快有了明显改善，他由衷地感叹道：“在大师门下学习几个小时的效果，远远胜过我自己过去十年里自以为是的天真思考。”

巴菲特不但学习了格雷厄姆的投资策略，还进一步吸收了费雪的投资策略，将两者完美地融合在一起。他称自己是“85％的格雷厄姆和15％的费雪”，他认为这正是自己成功的原因——“如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有。”

可见，要想投资成功很简单，那就是：向成功的投资人学投资，而且要向尽可能多的杰出投资专家学投资。

源于这个想法，汇添富基金管理公司携手上海财经大学出版社，共同推出这套“汇添富基金·世界资本经典译丛”。开卷有益，本套丛书上及1644年的华尔街、1873年的伦巴第街，下至20世纪华尔街顶级基金经理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人和当代"股神"巴菲特，时间跨度长达300余年，汇添富基金希望能够藉此套丛书，向您展示投资专家的大师风采，让您领略投资世界中的卓绝风景。

在本套丛书的第一、二、三辑里，我们为读者奉献了**《伦巴第街》**、**《华尔街传奇》**、**《攻守兼备》**、**《价值平均策略》**、**《尖峰时刻》**、**《标准普尔选股指南》**、**《伟大的事业》**、**《投资存亡战》**、**《黄金简史》**、**《华尔街的扑克牌》**、**《华尔街五十年》**、**《铁血并购》**、**《先知先觉》**、**《战胜标准普尔》**、**《共同基金必胜法则》**、**《大熊市》**等22本讲述国外金融市场历史风云与投资大师深邃睿智的经典之作。而在此次推出的第四辑中，我们还将向读者推荐六本同样具有震撼阅读效应的经典投资著作。

漫漫投资路，经典诚可贵。在本辑中，**《证券分析》**一书堪称投资经典中的经典。《证券分析》已经连续不断地出版、销售了70多年，售出了100余万册。该书的作者格雷厄姆和多德在《证券分析》最早的两个版本中所展示的富有先见之明的真知灼见，在这一版《证券分析》中，达到了新的高度。50年以前，他们就像今天那样用驾轻就熟的语言，详细地描述了作为个人投资者获得成功所必备的技巧和策略，以及公司决策者们为投资者创造股东价值和增加透明度的责任。这部经典书籍把焦点集中在作为个人投资者可靠的投资选择的普通股上，突出地介绍了：股东与公司管理层关系；理解损益表和资产负债表以及它们与未来股价上涨直接关系的循序渐进步骤；得到历史证实的指导原则，利用这些原则就可能识别和利用鲜为人知的次要证券中存在的赚钱机会。在寻找未来有可能战胜市场的股票的过程中，这些基本技巧和策略依然是最有效的。

我们正处于全球化的伟大时代，并且可以在全球范围内进行投资。**《策略——决胜全球股市》**内容涉及投资海外股市的基本问题和要点。本书的采访对象都是各自领域中的投资大师，包括吉姆·罗杰斯、保罗·梅尔顿、彼得·艾弗里顿、马克·墨比尔斯、阿尔弗雷德·施泰因赫尔、迪恩·利巴朗、麦嘉华、罗伯特·普莱切特。他们妙语连珠，毫无保留地与我们分享他们眼中全球股市的潮起潮落……本书将通过展示投资大师们对股市投资的独到理解，为读者充分诠释这些问题的答案，并帮助您成为一名既懂得投资又懂得生活的投资者。

正如最近发生的事件已经证明的那样，使用了错误的估值方法的结



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果，可能会是灾难性的。《**股票估值实用指南**》向读者介绍了一个简单而强大的估值模式，它能够帮助投资人采用定量分析的方法，评估一只股票真正的价值。书中还详细介绍了美国几家著名上市公司股票价值的实例分析，相信对于读者将书中所学运用于股票市场的投资实践，会有很大的帮助。

美国商界向来以狂乱竞争和高风险著称，只有极少数不遗余力的人才有望登上成功顶峰。本辑从书中的《**福布斯英雄**》所述的五位杰出人物分别是：安德鲁·格鲁夫——英特尔公司精力旺盛的首脑；弗雷德·史密斯——联邦快递公司的拥有者；彼得·林奇——投资巨人；普莱森特·罗兰——普莱森特公司和美国女孩收藏品公司的发起人；保罗·沃尔克——美联储无可争议、极具影响力的前任主席。他们分别与《福布斯》杂志的资深编辑和记者格蕾琴·摩根森交流了各自的成功体验，该书记录了这些精彩无比的对话。这些各怀绝技、韧性极大，且具强烈责任感的商业巨子们，都在各自领域里创造了难以逾越的成功典范。他们引导了巨大的变革，改变了商业的运营模式。本书告诉我们，在今天的商业世界里如果想成功，必须具备什么样的素质。

《**点津——来自大师的精彩篇章**》是一本文选，其中包含的文章来自于经济与投资领域的大师们，例如，约翰·梅纳德·凯恩斯、本杰明·格雷厄姆、菲利普·费雪、沃伦·巴菲特、鲍伯·柯比、罗伊·纽伯格、克劳德·罗森伯格、戴维·贝伯森、西德尼·霍默，以及罗·普莱斯等。该书以类似系列个人讲座的形式让读者分享大师在市场中的毕生经验。这些伟大投资者的基础理念，如此朴素，甚至简单，却闪耀着无上的智慧火花；如此贴近目前纷繁复杂的世界，有效针对当下的投资实践。阅读这一富有创见的关于投资艺术和实践的精选文集，无疑将有助于读者避免重蹈过去的错误。

为什么美国证券市场会在 20 世纪 90 年代经历如此一场大泡沫？为什么格林斯潘会允许泡沫的存在？为什么投资者面对如此疯狂的投机环境，仍然毫无理性地一味沉湎？20 世纪 90 年代及 21 世纪初，是美国证券业发展史上的一段辉煌时期。《**泡沫·膨胀·破裂——美国股票市场**》的作者通过其深厚的历史学基础和严谨的统计分析，再现了美国股票市场神秘面纱背后的危险实质。读者既可以从中获得有益于学术研究和投资分析的相关知识，也能够从中寻找到对世界经济强国因何陷入衰退历程的客

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

观真实答案。在如今因为美国次贷危机而引发席卷全球、百年一遇的金融海啸背景下细读此作，不免感慨作者对于一国金融乃至一国经济发展的洞察睿智；对于我们分析身边经济现象，进而作出投资理财的理性判断，无疑同样具有重大的指导意义。

投资者也许会问：我们向投资大师、投资历史学习投资真知后，又如何在中国股市实践中应用大师们的价值投资理念？

事实永远胜于雄辩。中国基金行业从创立至今，始终坚持和实践价值投资与有效风险控制策略，相信我们十余年来的追求探索已经在一定程度上回答了这个问题：

首先，中国基金行业成立十余年来的投资业绩充分表明，在中国股市运用长期价值投资策略同样是非常有效的，同样能够显著地战胜市场。几年来，我们旗下基金的优秀业绩，就是最好的证明之一。价值投资最基本的安全边际原则是永恒不变的，坚守基于深入基本面分析的长期价值投资，必定会有良好的长期回报。其次，我们的经历还表明，在中国股市运用价值投资策略，必须结合中国股市以及中国上市公司的实际情况，做到理论与实践相结合，勇于创新。事实上，作为价值型基金经理人典范，彼得·林奇也是在总结和反思传统价值投资分析方法的基础上，推陈出新，取得了超越前人的业绩。

最后，需要强调的是，我们比巴菲特、彼得·林奇等人更加幸运，我们有中国持续快速稳定发展这样一个良好的经济环境，有一个经过改革后基本面发生巨大变化的证券市场，有一批快速成长的优秀上市公司，这一切将使我们拥有更多、更好的投资机会。

我们有理由坚信，只要坚持深入基本面分析的价值投资理念，不断积累经验和总结教训，不断完善和提高自己，中国基金行业必将能为投资者创造长期稳定的较好投资回报。

“他山之石，可以攻玉。”十余年前，当我在上海财经大学读书的时候，也曾经阅读过大量海外经典投资书籍，获益匪浅。今天，我们和上海财经大学出版社一起，精挑细选了上述这些书籍，力求使投资人能够对几个世纪以来的西方资本市场发展窥斑见豹，有所感悟；而其中的正反两方面的经验与教训，亦可为我们所鉴，或成为成功投资的指南，或成为风险教育的反面教材。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“辉煌源于价值，艰巨在于漫长。”对于投资者来说，注重投资内在价值，精心挑选稳健的投资品种，进行长期投资，将会比花心思去预测市场走向、揣测指数高低更为务实和有意义得多。当今中国正处在一个高速发展的黄金时期，站在东方大国崛起的高度，不妨看淡指数，让自己的心态从容超越股市指数的短期涨跌，让我们一起从容分享中国资本市场的美好未来。在此，汇添富基金期待着与广大投资者一起，伴随着中国证券市场和中国基金业的不断发展，迎来更加辉煌灿烂的明天！

张　晖
汇添富基金管理有限公司投资总监
2009 年 4 月 18 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前言

欢迎你！本书是邀你进入投资管理之“地球村”的请柬，你将会加入那些最早探索投资概念、思想和技巧的冒险家中。本文包含的文章来自于投资行业的大师们，如本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)、沃伦·巴菲特(Warren Buffett)、约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)、罗伊·纽伯格(Roy Neuberger)、克劳德·罗森伯格(Claude Rosenberg)、戴维·贝伯森(David Babson)、西德尼·霍默(Sidney Homer)、菲利普·费雪(Philip Fisher)以及罗·普莱斯(T. Rowe Price)。

尽管这些人为了替他们的客户谋求一个好的投资结果而互相之间一直在竞争，可是你会发现，他们是紧紧相连的——他们都不时地投入学习之中；他们长久以来分享观点和信息；他们在私人聚会中相遇或通过电话交谈时会随意地直呼其名；他们喜好通过著作、文章、学术性和专业性的课程，以及投资管理研究协会(AIMR)的注册金融分析师(CFA)项目(已经有30 000人获得职业资格证书，有更多的人为获得 CFA 证书报名参加紧张的三年期课程和考试)来传道授业；他们在投资界都始终遵循很高的职业标准——从社会层面看，这个社群非常民主；而从专业层面看，是不折不扣由精英管理的。

世界上真正名副其实的自由市场是思想自由的市场。追求投资智慧和好的投资结果——两者通过先进的信息技术联系起来——使投资界成为信息时代最有活力和最具效率的领域。虽然不尽准确，我们还是借用一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下皮特·海恩（Piet Hein）对通往智慧之路的描绘："一错、再错、还错，但错误必然越来越少。"

我们期待你能徜徉于这里所汇集的大师的个性和思想，因为他们是对我们来说至关重要的大社群里理所当然的领袖人物。

查尔斯·艾里斯、詹姆斯·文廷
分别于康涅狄格州格林威治、加利福尼亚州帕多拉谷
1997年1月



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

总序 …… 1

前言 …… 1

第一编 概念和市场史

市场与价格 …… 3
亚当·斯密(Adam Smith)

成长型公司和成长型股票 …… 3
彼得·L.伯恩斯坦(Peter L. Bernstein)

乌合之众:大众心理研究 …… 5
古斯塔夫·勒庞(Gustave LeBon)

利率野史 …… 10
西德尼·霍默(Sidney Homer)

普通股戒律 …… 19
克劳德·N.罗森伯格(Claude N. Rosenberg, Jr.)

根据现值规律估价 …… 25
约翰·波尔·威廉姆斯(John Burr Williams)

长期投资 …… 26
杰克·L.特雷诺(Jack L. Treynor)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你只需富一次 …… 29
沃尔特·K. 古特曼(Walter K. Gutman)

法国是如何出现通货膨胀的 …… 31
安德鲁·迪克森·怀特(Andrew Dickson White)

从殖民时代至今的美国股本回报 …… 39
罗吉尔·G. 伊伯森(Roger G. Ibbotson)
加里·P. 布里森(Gary P. Brinson)

第二编　建议、观点和评论

“股市”没有眼泪 …… 45
迈克·罗依克(Mike Royko)

持久性错觉 …… 47
亨利·W. 邓恩(Henry W. Dunn)

何时卖出以及何时不要卖出 …… 49
菲利普·A. 费雪(Philip A. Fisher)

投资者的三条成功之道 …… 56
查尔斯·D. 艾里斯(Charles D. Ellis)

耐心的价值 …… 57
詹姆斯·H. 吉普森(James H. Gipson)

人类的弱点 …… 59
乔治·罗斯·古拜(George Ross Goobey)

在变化的威胁之下 …… 60
阿瑟·杰科尔(Arthur Zeikel)

前 25 年所犯的错误 …… 63
沃伦·E. 巴菲特(Warren E. Buffett)

你、市场先生和投资成功 …… 67
沃伦·E. 巴菲特(Warren E. Buffett)

投资分散化 …… 69
杰拉尔德·M. 勒伯(Gerald M. Loeb)

投资策略 …… 71
巴顿·M. 比格斯(Barton M. Biggs)

有关股市技巧的反向意见 …… 73
爱德华·C. 约翰逊二世(Edward C. Johnson, II)



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三编　幻想和娱乐

沃马克先生的赚钱之道 …… 81
约翰·特雷恩(John Train)

人人都应当富有 …… 84
约翰·J. 拉斯科布(John J. Raskob)

假如弗洛伊德是投资组合经理 …… 87
拜伦·R. 韦恩(Byron R. Wien)

巨额议题易通过(或兴趣消失的节点) …… 90
C. 诺斯科特·帕金森(C. Northcote Parkinson)

投资者的七大准则 …… 95
尼格尔·劳森(Nigel Lawson)

那日，他们"冲传"摩托罗拉 …… 99
"亚当·斯密"(Adam Smith)

致富只有三条路 …… 106
弗雷德·J. 杨(Fred J. Young)

皇帝的新衣 …… 108
汉斯·克里斯琴·安徒生(Hans Christian Andersen)

第四编　创意和经证明的范例

合理预期价格随机波动之证明 …… 111
保罗·A. 萨缪尔森(Paul A. Samuelson)

投资组合风险新范式 …… 114
罗伯特·H. 杰弗利(Robert H. Jeffrey)

现行原则有多真? …… 120
彼得·伯恩斯坦(Peter Bernstein)

风险测度新理论 …… 123
丹尼尔·伯努利(Daniel Bernoulli)

投资方案中的择时考虑 …… 125
本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)
戴维·L. 多德(David L. Dodd)

通货膨胀和养老金 …… 127
威廉·C. 格林纳夫(William C. Greenough)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

输家的比赛 …… 132
查尔斯·D. 艾里斯(Charles D. Ellis)

第五编 投机、崩溃和金融混乱

大牛市与大崩盘 …… 145
弗雷德里克·刘易斯·艾伦(Frederick Lewis Allen)

郁金香狂潮 …… 150
查尔斯·麦凯(Charles Mackay)

对郁金香狂潮的再次思考 …… 155
皮特·M. 加伯 (Peter M. Garber)

弗雷德之流太多 …… 159
戴维·L. 贝伯森(David L. Babson)

大灾难 …… 163
约翰·布鲁克斯(John Brooks)

互相欺诈的个体骗子们 …… 180
丹尼尔·笛福(Daniel Defoe)

第六编 预测、分析和业绩评价

不是崩溃，而是一个牛市 …… 185
阿诺德·伯恩哈德(Arnold Bernhard)

均值回归 …… 188
H. 布兰德利·佩利(H. Bradlee Perry)

市场择时的可能收益 …… 191
威廉·F. 夏普(William F. Sharpe)

仅仅用数字来衡量绩效是不够的 …… 193
罗伯特·G. 柯比(Robert G. Kirby)

无序增长 …… 196
I. M. D. 利特尔(I. M. D. Little)

论股市猜测之徒劳 …… 198
戴维·L. 贝伯森(David L. Babson)

选择"增长"股 …… 199
T. 罗·普莱斯(T. Rowe Price, Jr.)



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

悖论 …… 203
查尔斯·D. 艾里斯(Charles D. Ellis)

长期预期状态 …… 208
约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)

第七编 秘诀、规则和戒律

商业成功的巴纳姆规则 …… 215
菲尼尔斯·T. 巴纳姆(Phinaeus T. Barnum)

《邓普顿点金术》中的经世格言 …… 218
威廉·普罗克特(William Proctor)

成功投机之道 …… 220
菲利普·L. 卡里特(Philip L. Carret)

我从大萧条中学到了什么 …… 223
迪安·马太(Dean Mathey)

罗伊·纽伯格年鉴 …… 224
罗伊·R. 纽伯格(Roy R. Neuberger)

成功的进取型投资者的特征 …… 226
道格拉斯·贝里默(Douglas Bellemore)

译后记 …… 230

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一编

概念和市场史

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场与价格[1]

亚当·斯密(Adam Smith)

“价值”这一概念甚至让早期经济学家们十分困惑。比如，为什么像水这样显然是必需的、极其有用的物品，如果用商品价值或购买力来衡量，其价值几乎为零？在200多年以前，亚当·斯密便精妙地解释了这一现象，且间接地让我们明白了一个事实——价值和价格不一定非得是同义词。



应当注意，“价值”一词有两个不同的含义。它有时表示特定物品的效用，有时又表示由于占有某物而取得的对其他物品的购买力。前者可称为使用价值，后者可称为交换价值。使用价值很大的东西，常常交换价值很小甚至没有；反之，交换价值很大的东西，常常使用价值很小甚至没有。水的用途最大，但我们几乎不能用水购买到或交换到任何物品。相反，钻石几乎毫无使用价值，但常常可以用它交换到大量其他物品。

成长型公司和成长型股票[2]

彼得·L.伯恩斯坦(Peter L. Bernstein)

在投资管理领域不断累积的智慧中，彼得·伯恩斯坦做出了

〔1〕 选自：*World Journal Tribune*，October 30，1996，pp. 4—6。
〔2〕 选自：*Harvard Business Review*. “Growth Companies vs. Growth Stocks” by Peter L. Bernstein (September — October 1956)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一份令人瞩目的贡献。在我们父母那辈人的时代，他就教投资者怎样把成长型公司和成长型股票区分开来——我们现在知道这一区分对于区分领军者和跟从者至关重要。



今天，商业世界对“成长型公司”这一神奇的词语给予了高度评价。把聚光灯对准那些做出巨大贡献的公司或那些从现代经济生机勃勃的增长模式中获取巨大利益的公司是完全恰当的。但是，为了避免过分简化的危险行为，也为了能把“成长型公司”一词用于有意义的场合，我们必须牢记以下的建议：

1. 成长是一个动态的概念。成长型公司不能是经济变动的被动受益者。在我们的社会仍存在技术壁垒和地理边界的情况下，成长型公司更应是积极的媒介。因此，可以说，仅仅从事化工或电力行业还不够，一个公司“依靠联合”不能成为成长型公司。通用汽车这样的公司可能比很多化学和电力公司存在着更多的成长因素，比如市场创新。

2. 认为只有成长型公司才有卓越的赢利能力，这是一种误解，不过，对于成长型公司而言，赢利能力无疑是一个决定性的判断标准。单单靠产品开发和商品销售中体现出的创新力和雄图大志还不够，凭借创新赢利的能力至少同样重要。

3. 一些成长型公司在股市上使用“障眼法”，给它们的普通股带来了溢价，但这在统计学意义上是非正当的。一个投资者有可能很好地处理这类股票，但是我们有更充分的理由相信，如果能对财务业绩——比如通过赢利增长力的测度得出的结论——做出一个完全中立和客观的分析，他会处理得更好。在这一领域，再多的研究也不能够降低尽量以合理价格购买股票的重要性。在任意价位上购买股票并期待未来自然而然会有收益是走向令人失望的结局的“捷径”。

实际上，由上述分析得出的最重要的结论可能就是：“成长型公司”这一概念毫无意义。而一只成长型股票只能事后看出来——就是一只上涨的股票。但是，成长型公司的概念可以用于识别最具创造性和想象力的管理集团；而且，如果它们的股票是以该公司一个时期赢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利增长力的合理比率来估值，那么这个比率对其股票未来的增值是有利的。

乌合之众：大众心理研究[1]

古斯塔夫·勒庞(Gustave LeBon)

古斯塔夫·勒庞指出："一个群体就像一个奴隶，从不打算承认在自己的欲望和欲望实现之间，任何事都有可能发生。"这里他阐释了"群体精神合一律"，并且解释一个群体的存在形式"并不总是一定数量的个体在某个场合同时出现"。



从通常意义上说，"群体"一词是指个体的聚集，无论他们属于什么民族、什么职业或何种性别，也不管是什么机缘让他们聚到了一起。从心理学的角度看，"群体"一词有着迥异的含义。在某些特定场合，并且只有在这些场合，一群人会表现出与组成这一群体的个体特性截然不同的新特性。在聚集时，所有人的感情和思想全都转到同一个方向，他们的自觉个性荡然无存。一种集体心理形成了，它无疑是暂时的，但确实呈现出非常鲜明的特征。这种聚集因而形成了，由于没有更好的说法，我姑且把它称为，一个"组织化的群体"，或换一个也许更为可取的说法：一个"心理群体"。它形成了独一的存在，受群体精神合一律的支配。

显然，仅仅是一些个体不经意地发现自己走到了一起这个事实并不能使他们具备组织化群体的特征。从心理学意义上说，若没有任何明确的目标，1 000个偶然聚集在同一公共场所的人也绝不能构成一个

[1] 选自：Gustave LeBon, *The Crowd: A Study of the Popular Mind* (London: Unwin Hyman Limited, 1977; originally published 1895), 23—34。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

群体。要想具备这种群体所特有的属性，必然要有某些预先存在的目标产生影响，而我们必须对这些目标的性质加以确定。

自觉个性的消失，以及感情和思想的转向，是即将组织化的人群所表现出的基本特征，但群体并不总是一定数量的个体在某个场合同时出现。在特定的时刻、在某些强烈感情的感染下，如一件国家(民族)大事，成千上万互相隔离的个体也会具备一个心理群体的特征。在这种情况下，一个偶然的机会就足以使他们聚集在一起做出行动，从而立刻获得群体行为特有的属性。有时，五六个人就能构成一个心理群体，而几百个人偶然聚在一起却不会发生这种现象。从另一方面看，整个国家(民族)虽然可能没有显而易见地聚集在一起，但在某些影响力的作用下，也可能成为一个群体……

在这里，我们不可能对群体不同层次的组织程度做全面的研究，因此，我们将更多地特别关注那些已经达到完全组织化阶段的群体。这样，我们就会看到群体会变成什么样子，而不是它们始终是什么样子。只有在这一组织化的高级阶段，种族稳定不变的主要特征才会被赋予某些新特点。这时就会发生前面所提及的集体的全部感情和思想转向同一个方向。同时，只有在这种情形下，我前面所说的群体精神合一的心理学规律才开始发生作用……

一个心理群体表现出来的最惊人的特征如下：不管构成这个群体的个体是谁，也不管他们的生活方式、职业、性格或智力是否相像，他们已然变成一个群体这个事实使他们获得了一种集体心理，这使他们感觉、思维和行动的模式与每个个体独处时大相径庭。若非形成了一个群体，有些观念或感情在个人身上就不会产生，或不可能演变成行动。心理群体是一个由异质成分组成的临时性存在，当他们结合在一起时，就像细胞重新结合成一种新的存在，其所呈现出的一些特征与每个细胞单独具有的特征大不相同，从而构成一个生命体……

我们很容易证明，作为群体分子的个人与孤立的个人有多大的差异，然而，找出导致这种差异的原因却不那么容易。

要想多少了解一些原因，首先必须记住现代心理学所确认的真理，即无意识现象不仅在有机体的生活中而且在智力活动中，都起着全然决定性的作用。与大脑中的无意识活动相比，有意识活动只起着很小的作用。即使最细致的分析家和最敏锐的观察家，要想多找出一



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

丁点儿支配其行为的无意识动机，也是很难成功的。我们有意识的行为是主要由遗传因素在头脑中形成的无意识深层心理结构的产物，这个深层结构中包含着无数代代相传的共同特征，它们构成了一个种族先天的禀赋。在我们行为的公开性原因的背后，毫无疑问潜藏着我们没有坦率承认的隐秘原因，但是，在这些隐秘原因背后，还有其他许多连我们自己都一无所知的更神秘的原因。我们大多数的日常行为正是我们无法观察的一些隐蔽动机的结果。

尤其在构成一个种族先天禀赋的无意识成分方面，所有属于该种族的个人之间是彼此相似的；而他们彼此之间有所不同，也主要是在于其性格中那些有意识成分方面——教育，但更多的是独特遗传条件的结果。在智力上差异极大的人们却拥有非常相似的本能、情感和感觉。在属于情感领域的每一种事情上——宗教、政治、道德、爱憎等——最杰出的人士也并不超脱于凡夫俗子之上。从智力上说，一个伟大的数学家和鞋匠之间可能有天壤之别，但是从性格的角度看，差别常常很小或根本不存在。

正是这些普遍的性格特征，受着我们无法意识到的力量的支配，且一个种族中大多数普通个体在几乎同等程度上具备这些特征。我认为，正是这些特征变成了群体中的共同属性。在集体心理中，个人的才智，进而他们的个性都被弱化了。异质性被同质性淹没，无意识的特征占了上风。

群体一般只有很普通的特质，这一事实解释了它为何不能完成需要很高智力的工作。对涉及普遍利益的事务性决定，是由杰出人士组成的议会做出的，但是，各行各业的专家并不会比一群愚笨之人所采纳的决定更高明。实际上，他们通常只能用每个普通个人与生俱有的平庸才智来处理手头的工作。在群体中，累加在一起的只有愚蠢，而不是天生的智慧。如果把群体理解为“整个世界”，那就根本不像人们常说的那样，整个世界要比伏尔泰更聪明，而应是伏尔泰比整个世界更聪明……

不同的原因导致了这些为群体所特有、而孤立的个人并不具备的特点。首先，仅从数量上考虑，形成群体的个人会感觉到一种势不可挡的感情，使他顺从于本能；而在独自一人时，他是必须对这些欲望加以克制的。他很难控制自己不产生这样的念头：群体是个无名氏，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此也不必承担责任。这样一来，总是约束着个体的责任感荡然无存。

第二个原因——传染，也决定着他们的特性在群体中的表现，同时还决定着他们将要接受的倾向。传染虽然是一种很容易确定其是否存在的现象，却不易解释清楚。必须将其视为一种催眠，下面我们就对此进行简短的研究。在群体中，每种感情和行动都有传染性，其程度足以使个人甘愿为集体利益牺牲其个人利益。这是一种与他的天性极为对立的倾向，如果不是成为群体的一员，他很难出现这种倾向。

第三个原因，也是最重要的原因，决定着群体中的个人同孤立的个人所表现出的特点截然相反。我这里指的是易于接受暗示的表现，它也正是上面所说的传染所造成的结果……有意识的人格消失得无影无踪，意志和辨别力也不复存在。一切感情和思想都服从于群体所决定的方向。

以上就是组成心理群体中的个体大致所处的状态。他不再能够意识到自己的行为。他就像受到催眠的人一样，一些能力遭到了破坏，同时另一些能力却有可能得到极大的强化。在某种暗示的影响下，他会由于难以抗拒的冲动而采取某种行动。群体中的这种冲动比被催眠者的冲动更难以抗拒，这是因为暗示对群体中的所有个体有着同样的作用，相互影响使其力量大增。在群体中，具有足够强大的个性以抵制那种暗示的个人寥寥无几，因此根本无法逆流而动。他们充其量只能因不同的暗示而改弦易辙。正因为如此，有时只消一句悦耳的言辞或一个被及时唤醒的形象，便可以阻止群体极端血腥的暴行。



于是我们明白，有意识人格的消失、无意识人格的主导、思想和感情因暗示和传染而转向一个共同的方向，以及立刻把暗示的观念转化为行动的倾向，是组成群体的个体所表现出来的主要特点。他不再是他自己，而成了一个不再受自己意志支配的玩偶。

进一步说，单单是他变成一个组织化群体的成员这个事实，就能使他在文明的阶梯上倒退好几步。孤立时，他可能是个有教养的个体；但在群体中，他却变成了野蛮人，即一个行为受本能支配的动物。他表现得身不由己、残暴而狂热，也表现出原始人的热情和英雄主义，与原始人更为相似的是，他甘心让自己被各种言辞和形象所左右——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而这些言辞和形象对于组成该群体的孤立个体原本不会产生任何影响——且会受到诱导，做出同他显而易见的利益和人所共知的习惯截然相反的举动。群体中的个体不过是众多沙粒中的一颗，任意被风吹扬。

正是由于这些原因，人们看到陪审团做出了陪审员作为个人不会赞成的判决，议会正式通过了每个议员个人不可能同意的法律和措施。如果单个来看，法国大革命时期国民公会的委员们都是举止温和的开明公民。但结成一个群体后，他们却毫不犹豫地支持最野蛮的提议，把显然无辜的人送上断头台，还违背自己的利益，放弃他们不可侵犯的权利，并自相残杀。

群体中的个人不但在行动上和他本人有着本质的差别，甚至在完全丧失独立性之前，他的思想和感情就已经经历了一种变化，这种变化是如此深切，以至于让一个守财奴变得挥霍无度，把怀疑论者改造成信徒，把老实人变成罪犯，把懦夫变成英雄。在 1789 年 8 月 4 日那个著名的夜晚，法国的贵族在一时激情的鼓动之下，投票放弃了自己的特权，若是他们独自思量，那么肯定没有一个人会赞成这件事。

从以上得出的结论是，群体在智力上总是劣于独立的个人，但从感情及其激起的行动这个角度看，群体可以视环境不同比个人表现得更好或更差。一切取决于群体所接受的暗示具有什么性质。这正是只从犯罪角度研究群体的作家们完全误解的一点。群体固然经常是犯罪群体，然而它也常常是英雄群体。正是群体，而不是独立的个人，会冒着生命危险，去捍卫一种教义或观念的胜利；会为光荣和荣誉而热情迸发；会导致——就像十字军时代那样，在几乎没有粮草和装备的情况下——从异教徒那里夺回基督的墓地，或者像 1793 年那样捍卫自己的祖国[1]。这种英雄主义毫无疑问有着无意识的成分，然而正是这种英雄主义创造了历史。如果人们只会在冷静的状态下去干大事，那么几乎很少有人能留名史册。

〔1〕 1793 年 2～3 月，以英国为首的欧洲各国组成反法联盟，对法国进行武装干涉，然而吉伦特派无力抵抗。巴黎人民于 5 月 31 日～6 月 2 日发动第三次起义，推翻吉伦特派统治，建立起雅各宾专政。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利率野史[1]

西德尼·霍默(Sidney Homer)

你是否知道，在巴比伦，如果一位妻子成为一笔贷款的抵押，就可以被放款人扣押，或者房门也是值钱的抵押品？在这篇从《利率史》一书中节选出的通俗易懂的概述中，西德尼·霍默为我们提供了简明扼要的精彩篇章。那些被吸引着去读这本书的人将会获益匪浅。





▶ 巴比伦

在古巴比伦，信贷被广泛采用，其条件是被政府严格规范的。约在公元前1800年，著名的《汉谟拉比法典》就为各种贷款的利率确立了法定的最高限额：银子贷款是20%（以重量计，当时没有硬币）；谷物贷款是33⅓个百分点；由于暴雨和干旱导致庄稼歉收，当年的土地抵押贷款应当免除利息；通过巧立名目收取高于法定限额的利息应当取消债务。

任何财产，动产或不动产，都可作为抵押——妻、妾、孩子、土地、房子、器具、房门（当时木材非常稀罕，因而房门也很值钱）。如果负债人拖欠还款，借款人可以依法扣押抵押财产。如果他扣押了负债人的妻子，必须好好待她，并且在第三年年末毫发无损地归还。妇女的财产权受到法典的保护，丈夫未经妻子同意不可单独处置共同财产。除非因为债务，否则财产不可被卖到家庭以外。

---

〔1〕 本文的重印得到以下公司的允许：Institutional Investor, Inc. 488 Madison Ave., New York, NY 10022。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

▶ 希腊

公元前 6 世纪初，在阿提卡(Attica)出现了一次信贷危机。农夫们背负沉重的债务，常常拥有其产品的 1/6 不到。他们威胁要起义。这时候，作为诗人和哲人的梭伦(Solon)[1]受邀在限定时期内拥有最高立法权并修改法律。他的改革是激进的，但多半被容忍了。他按比例缩减了许多债务，废除了由债务产生的私奴，除掉了在利率或其他信贷条款上的限制，使德拉克马[2]贬值了 1/4；他根据财产重新分配了政治权力，并且赋予有技术的移民以公民权。之后，雅典建立了民主制度，并且迅速在贸易、金融领域大大超过了所有希腊城邦，正如它在艺术和文化领域一样。

雅典人采取一切措施保持其货币——银“猫头鹰”——的完整，而此时，多数希腊城邦却忙着大肆熔铸它们的硬币以降低成色。在地中海世界六百年里，用丰富雅典矿藏中开采出的银子铸成的雅典“猫头鹰”成为了最受欢迎的货币，一直延续到雅典失去其政治权力很久以后。它们成为一项很值钱的出口商品。

在希腊的黄金时代，雅典成为首要的贸易中心，雅典人在国外广泛投资。在为外贸筹措资金方面，利率为 20%～30%的船舶抵押贷款十分流行。在这些贷款中，借款人须冒着海难的风险，而且常常作为乘客随船而行。商品投机就像土地投资一样少见。一些私人银行家有时会认购希腊城邦的公债。银行家们的信用地位常常比城邦还要高。有一个城邦以其公共柱廊为抵押，却未能履约，结果失去了柱廊的使用权。德摩斯梯尼(Demosthenes)说：“在各种各样的资本当中，能带来最大收益的是信任，如果你不知道这一点，你就什么也不懂。”德摩斯梯尼会向他的当事人索要一年 12%的利息，如果他们拖欠律师费用。即便是哲学家苏格拉底(Socrates)也有一个可向其委托投资业务的银行家朋友。

古典时代，在阿提卡，对房地产的所有权是由半埋在地下的界碑来标示的。这种界碑叫做“霍罗伊”(horoi)，用于标明地界。许多霍罗

---

〔1〕 梭伦(前 638～前 559 年)，生于雅典，出身于没落的贵族家庭。他是古代雅典的政治家、立法者、诗人，也是古希腊七贤之一。梭伦在前 594 年出任雅典城邦的第一任执政官，制定法律，进行改革，史称“梭伦改革”。——译者注

〔2〕 古希腊银币。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伊已经被发现和研究。露出地面的一半常常刻了字，以通告这一财产是被抵押的，有一些会写上抵押了多少钱、抵押给了谁以及抵押的利率。在公元前5世纪，这种利率往往是8%～12%；但据引证，在公元前3世纪末，雅典有些贷款的利率已低至6%。

▶ 罗马

古罗马民族是一个由农夫与士兵组成的民族。他们把制造业、贸易和银行业大部分都留给了外国人来做，尤其是希腊人。加图(Cato)[1]说："我们的祖先认为放贷者比小偷要坏得多。"然而，加图自己却投资于商业贷款，或许是秘密地。公元前1世纪，利率的法定限额是12%，但是，贵族元老院议员马尔库斯·朱尼乌斯·布鲁图(Marcus Junius Brutus)却以48%的利率贷款给萨拉米斯(Salamis)城。听说了这笔交易后，西塞罗(Cicero)非常震惊，并谴责了布鲁图。

裘力斯·凯撒(Julius Caesar)是一个大胆的借贷人，他以贷款形式为其政治上的飞黄腾达筹措了很大一部分资金。但他最终以全胜结束战争并班师回罗马时，面临着三大国内问题：意大利的生活成本飞涨，罗马有大量失业的居民，以及由于几个世纪以来过度垦殖导致的意大利土壤状况恶化。由于他的被刺，这些问题就留给了他的继任者奥古斯都 (Augustus)。

在共和国时代的前几个世纪，罗马的利率被限定在8⅓个百分点以内，但实际利率往往超出了法定限额。到公元前1世纪末的和平、繁荣时代，优等信贷利率降到了4%。之后，随着城邦被政治动乱和通货膨胀削弱，利率又升到了12%以上。

▶ 中世纪

罗马衰落后，尤其是阿拉伯人在南方、斯堪的纳维亚人在北方取得胜利后，贸易和金融在欧洲几乎消失了。到11世纪，以北欧的一些自治市和获得权力与自治的意大利为中心，贸易和金融又开始复苏。这些自治市修建城墙，并且由其自由民中的新商人阶层控制并提供财政支持。

最顶尖的商人以及自由镇的信用通常比君主们的信用还要高许多。城镇可以以其自由民的财富为永久性抵押，且不得不为了维持其

---

〔1〕 古罗马执政官——译者注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主权和信用而以之作抵偿。商人也是这样，但君主却不能以其臣民或者其继任者作担保，他们的信用要依靠年轻、健康和军事胜利。也正因为如此，君主贷款的利率常常设定得比优等商业贷款以及自由市的贷款高出很多。“不要借钱给比你强大的人。”

例如，皇帝弗雷德里克二世（Frederick Ⅱ，1211～1250）的贷款利率通常为20%～30%，奥地利的“金发”弗雷德里克（Frederick the Fair，1286～1330）以80%的利率借贷。1364年，巴尔的女伯爵（Countess of Bar）为了一笔利率为50%的贷款以其金冠作抵押。同样，1494年，法国的查理八世（Charles Ⅷ）为其入侵意大利筹措资金，几笔战争贷款的利率分别为42%、56%、100%。

相反，14世纪荷兰信用最高的私人商业贷款利率在10%～15%间协商而定，在意大利则在5%～10%间协商而定。同一时期，威尼斯共和国利率为5%的一种债券（prestiti，后面会讨论）在公开市场上出售可以产生5.25～8个百分点的利润。

还有一些记录，记载了中世纪贷款中奇怪的附属担保品。耶路撒冷国王鲍德温二世（Baldwin Ⅱ）有一次把他的络腮胡子作为抵押。后来，君士坦丁堡的皇帝以其荆棘冠冕作为抵押在威尼斯借贷。

因为所有因贷款而取得的高额利润通常是非法的，并被教会所禁止，所以中世纪的商业贷款受到了严重的阻碍。出于对自己灵魂的担忧，商人们捐出大量的钱来修建教堂。不过，这项禁令并不适用于像永久年金这类收入的买卖，因为这类收入并不被视为有利润或有高额利润。这种永久年金便是我们长期债券的最直接的前身；投资者不能索回其本金，但借款方能在某指定日期之后将其赎回。这种永久年金很受那些希望退休并寻求安全、可观收入的富有自由民的欢迎。

▶ 威尼斯

在13世纪，威尼斯是一个由本国的远洋商人统治，也为这些人服务的独立、繁荣的城市国家。它通过我们所说的“资本税”—— 一种仅对富有者的财富征收的税款——为其战争（通常是和热那亚之间）筹款。但缴税者会得到一项永久性基金的债权，这项基金会根据其缴纳税款的面值付给缴税者5%的利息，直到城邦决定偿清他的钱。然而，同时缴税者可以以市场价出售其利息权。如此产生了公开交易了200多年的著名的威尼斯普莱斯提（prestiti），并且成为众人追捧的基本的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资形式。普莱斯提被免于征收新的税款。一切的城邦消费税必须用于赎买普莱斯提，在此之前的贷款要优先偿还。政府不时地偿还数量可观的欠款，但是新估的税金通常会超过偿付款。

1285 年，普莱斯提的市场报价是 75，即可产生 6⅝个百分点的现金收益。在一场灾难性的战争中，它的价格又跌至 50(8⅜个百分点)，直至 1299 年。之后政府又提供了偿债基金，无论战争或灾难都能正常给付利息的长期记录产生了巨大的信用。14 世纪，普莱斯提在最高价 102 和最低价 19 之间波动，在这一世纪结束时是 63。15 世纪，其价格在 74～23 之间波动。

普莱斯提在全欧洲极受欢迎。外国的君主和资本家将其作为无风险投资来购买。普莱斯提的拥有权属于特权，外国人能获得它还是在《威尼斯国会法案》颁布之后。普莱斯提被广泛用作捐款和作为亡夫遗产担保，且每天在市场上都有报价，其价格精确地反映了政府的财富。

在信贷史上，威尼斯的普莱斯提是最早的交易活跃的证券，其报价单历经好几个世纪流传了下来。它们实际上和永久年金是同样类型的债券，保证利息但在任何时候都无变现的可能，除非被收兑。正是在中世纪意大利的自治城市，产生了许多这样别出心裁的金融新产品。



▶ 热那亚人

16 世纪，热那亚人创造了另一种金融新产品。著名的圣乔治银行(Bank of St. George)代表共和国发行了一系列名为“罗什”(luoghi)的永久证券，其收益由特定的税金作保证，股息支付依据征收税额的多寡而有所不同。当时有一个专门交易罗什的自由市场。就像威尼斯的普莱斯提一样，罗什并非强制性征收，但却很受欢迎并可以自由认购。罗什实际是股息变动很大的权益证券，它是股票而不是债券，其股息建立在政府成功征税的基础之上。至少有一个世纪，罗什的交易很活跃，并被公开报价，成为一种最受欢迎的投资和投机手段。有一个时期，罗什价格上涨到票面价值的五倍多，现时收益率降到 1.1%；显然，人们对股息的期望过高。

同一时期，人们又设计出一种名叫莫提普莱其(moltiplechi)的业务，即罗什可以赠予慈善机构或遗产继承人，条件是受赠人持有它并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用股息投资直至本金达到一个规定的高数额。银行业被要求把罗什作为准备金。

还有更有趣的新鲜事：罗什的股息会每年公布，但在公布之后的第四年才能付一半，第五年付另一半。这样，银行同时拥有了收益的使用权。那些拥有股息索要权的人对其进行登记，并能在市场上以当时的贴现率来贴现临时凭证，其贴现率就是优等信贷票据的纯利率。这些临时凭证交易活跃，其利率也流传至今。它们通常很低，就当时而言非常低。从1522年开始是3%～4%，贴现率有时升至9%，但通常在5%左右。16世纪后期，它们降至3%甚至更低，1619年达到1⅛个百分点这样一个最低点，然后又回升到了5%。

由于西班牙国王在热那亚进行资金融通，该地极大地繁荣起来。西班牙从新大陆获取的大量金银财宝常常流入热那亚，而不是西班牙，因为西班牙国王以未来的金银交付为其在热那亚的贷款作担保——有时是未来5年。最终西班牙国王违约，使得热那亚的银行家和投资者们倾家荡产。

▶ 安特卫普

生机勃勃的16世纪被新兴的大君主国——法国和西班牙，以及它们之间连绵不断的战争所主宰。

这些战争靠信贷来筹措资金，因而一个高效的货币市场发展起来了，它受意大利和德国银行家主宰，以安特卫普——大商业中心——为中心。在那里，银行家们创造出“金融圈”以支持他们的主顾。他们根据信贷票据使用的需要而把大批资金从一国转移至另一国。作为提供急需贷款的交换，奥古斯堡的富格尔(Fugger)家族获得并控制了蒂罗尔(Tyrol)地区金属矿开采权。在安特卫普，富格尔家族的票据被认为“像金子一样保险”，查理五世专从他们那里融通资金。

安特卫普的交易主导了欧洲的汇票交易。这些汇票常常是带利息的外国汇票，这种利息是违法的，有时靠汇率来掩饰。这种交易也发生在其他投资信贷中，比如针对城邦、城镇的即期票据和贷款。参与交易的人一度有5 000人之多，有时一天之内会有500艘船抵达港口。当然，这里存在着大量的商品。

这个国际货币市场的利率涨落(变动)幅度很大。随着资金通过安特卫普进出欧洲，人们的情绪也在紧张和放松之间交替变换。例如，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1510 年放给政府的短期贷款利率从 7.5%到 24%不等。1530 年,贷款利率在 12%到 24%之间。法国国王法朗西斯一世也借入巨额款项。他在里昂培育了一个富有竞争力的货币市场,该市场由佛罗伦萨的银行家所支配。他试图把贷款利率的法定上限设置为 15%,但有时他自己也不得不支付比这更高的利率。虽然英国王室在安特卫普设有金融机构,托马斯·格雷欣[1](Thomas Gresham)的借款利率也接近 13%。

金融对于当时的大规模战争的重要性跟今天一样。当战争双方的金钱消耗完时战争便会戛然而止,这种事已经发生不止一次了。中世纪的金融机器先是受王室的庇护而受到过度刺激,后来也是由于王室的拖欠而遭到破坏。1570 年,安特卫普极好的信贷因受西班牙王室的榨取而丧失了清偿贷款的能力。1576 年,一支拿不到军饷的西班牙军队洗劫了安特卫普,也摧毁了其繁荣的商业。大致在同一时期,法国国王也拖欠借款。16 世纪的信贷大繁荣时代结束了。

▶ 荷兰共和国

16 世纪欧洲的基督教改革运动通过两个转变开启了现代信贷市场之路:第一,用现代利率借贷得到允许。(路德认为 5%是上限,加尔文认为 6%才是上限。)商业信贷原来被禁止,且是违法的,现在得以公开,并被北欧的新教国家所接受。第二,改革者提倡地方的高度自治,不再接受国王的神圣权力。这就产生了北欧新教国家的政府,它们能有效保证全体人民的资源,而不用担心遭到王室的拖欠。

这些改革最先在新而小的荷兰共和国——西班牙属荷兰的北部诸省联邦——开花结果。其脱离西班牙的解放战争持续了 80 年,从 1568～1648 年,最后以弱小的荷兰共和国战胜当时受所有新大陆财富支持的世界上最强大的帝国而告终。毫无疑问,荷兰取得胜利的一个主要原因是它在金融上的优势。

荷兰市民信任他们自己的政府,因为政府成员由荷兰市民构成。没有人信任西班牙国王,因为他在一个世纪里就拖欠了四次非法借款。荷兰诸省的信用票据是谨慎提供的,且只能由该省的良好声誉作



[1] 托马斯·格雷欣(1519～1579 年),英国著名的金融家、慈善家,皇家证券交易所及格雷欣学院的创建者,由于他对货币与交易方面的事宜了如指掌,因此成为英女王伊丽莎白一世改革货币制度的顾问,业务包括与佛兰德的商人议定皇室贷款、购买军备,以及偷运黄金进英国。1559 年格雷欣提出了格雷欣法则即劣币驱逐良币法则,是货币史上的著名人物。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

担保。而西班牙国王的信贷由来自新大陆的金银担保，有时国王把未来5年的金银都借用完毕。到17世纪末，荷兰诸省对长期贷款付3%～4%的利息。西班牙国王一度为其非法短期贷款付息40%，最终他将同一项财产抵押了好几次。

在1576年安特卫普衰落之后，金融市场转移到阿姆斯特丹。阿姆斯特丹银行建于1609年，在国际金银条交易中占有主导性地位。该银行的存款甚至要求在铸币基础上交纳少量升水。在17世纪，荷兰共和国发展成为世界性的贸易王国，它几乎垄断了航运业和商业。荷兰是世界的运输者——是欧洲的经纪人和代理商。实现这些靠的是其新金融的发展。荷兰没有高利贷法，且其利率是欧洲最低的。其节约而富裕的居民定期存款并投资于荷兰诸省的证券。他们信任领导人是诚实正直的，能够保证所有人民的未来盈余。

荷兰政府的金融业务几乎都是长期年金，可为期一代、两代、三代，甚至更经常是持有者不能索取本金但借者可以在一定年数后变现的永久年金。这些永久年金是长期债券的直接原型。它们是非常受欢迎的。它们让荷兰市民可以在赚很多钱后从有风险的贸易中退出，使其不仅享受一份安全的收入，而且庇护他们的家庭甚至孙子辈及更后辈。在解放战争期间，荷兰通过出售永久年金筹集了大量的钱，这笔钱被用于雇佣德国雇佣兵来阻挡没有军饷的西班牙军。荷兰人自己能够在水中实施防务，他们的海军作战是获利的。

相当多的年金(永久债券)兑换发生于17世纪。起初，永久年金的偿债基金以8⅓%的利率出售。1620年，该利率跌至7⅐%，后又跌至6⅙%。在17世纪40年代，所有的这种年金被收兑，或者由所有者选择转为利率为5%的年金。在1654年，所有的证券被转换为4%的利率。当时有债券持有者暴乱，以抗议他们收入的减少，但是转换是成功的。之后，在这场战争的历次危机中，利率4%的年金的价格降至收益为7.5%，但逐渐回涨到票面价值甚至更高。最终在这个世纪末发行的新贷款利率低至3%。

与此同时，阿姆斯特丹短期贷款的利率从6⅙%降至3¾%以及3%。最终在18世纪初阿姆斯特丹交易所的利率据报道降至2%。

▶ 大不列颠：18世纪

1688年革命使大不列颠产生了议会政体，并结束了国王的神圣权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力。荷兰总督成为大不列颠的威廉三世，荷兰金融——这是托利党人轻蔑的称呼——几乎马上被采纳和改进。直到 17 世纪的最后 10 年，英国没有货币市场，没有大银行，也没有有组织的国债。斯图亚特王朝的国王们任意向金融商举借短期贷款，通常利率很高，偶尔采用中世纪君王的方式违约。不过，大量财富集聚起来，商业在发展。人们迫切需要利率适中的可靠信贷。每位从事贸易的人都艳羡荷兰人的金融奇迹和他们的低利率。荷兰金融必不可少的要素是信任政府有能力保证国家财富整个作为国债的后盾以及信任政府诚实正直、能够履行合同。

1695 年，大不列颠为了商业需要开设了英格兰银行。它接受政府和公众的存款，发行不记名银行券和抵付现金的已承兑汇票。它还贴现国内外贸易汇票并经营金银条和外汇业务。很快，该银行帮助财政部开发了一种新式的短期债券，名为财政部债券，它有固定利息和固定到期日，通常为一年。与此同时，在英格兰银行的指导和支持下，私人票据市场迅速发展。郡银行将农业社的储蓄输送到伦敦为发展中的工业社区提供财政支持。18 世纪，英国短期贷款利率稳定在 4%～5%左右。

更为重要的是新的政府长期债券的发展，这在英国历史上是第一次。18 世纪初，英国政府就开始用荷兰方式出售长期年金——为期一至三代或者 99 年或者永久。它们通常附带奖金和彩票。这些债券很受青睐；富有的英国资本家们觉得他们是以很好的利率向自己贷款，这样能够为退休生活提供资金并使家族财富长存而不必冒商业风险和农业歉收的风险。18 世纪初，这些永久年金收益率为 8.7%，但很快降至 6%，然后是 5%、4%，到 1726 年降至 3%。这样，一个世纪以前荷兰的经历又被再次重蹈。

1750 年后不久，又有一次根本性的创新。渐渐地，几乎所有未偿付的年金都被收回，并转换成收益率为 3%的固定年金——著名的英国统一公债。它们现在仍然未偿付，收益率为 2.5%。[1]

英国对荷兰金融做了两项基本改进：创造了一种统一公债——政府公债，它可以被自由交易，因而变得高度市场化，而每种荷兰年金都

〔1〕 选自：The Journal of Portfolio Management 3(Winter 1977), pp. 78—79. New York, Institutional Investor, Inc.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是独特的，不能和其他年金互相兑换；英国人对于政府长期债券的所有细节完全公开，包括债务和税款收入的数额，而荷兰官方的金融统计数据是秘密的。

18世纪，英国收益率为3%的统一公债实际收益率波动很大，高至（票面价值的）104 7/8%，低至（票面价值的）57.5%，收益率为5.22%。很久以后，到19世纪90年代，它们被换成现在的收益率为2.5%的统一公债，且其最近被卖到低至14%，收益率为18%。

在18、19世纪，英国发行了大量的这种永久债券，利率也各不相同。事实上，通过其资本市场的完善，英国在借款和购买中成为了一个帝国。

发端于17世纪荷兰并完善于18世纪英国的金融体系是如此成功，以致19、20世纪所有先进的工业国都采纳之并取得不同程度的成功——这很大程度上取决于信任政府和金融的重要成员之间互相信任这一关键因素。

到20世纪，这一金融体系仍旧维持，只有些许改变，但规模大大增加。两次世界大战期间，它继续存在于那些保持经济自由和对政府信任的国家。然而最近，和平年代的巨大开支、通货急剧膨胀以及许多国家尤其英国各种形式债务飞速增长，这些压力不时威胁整个体系并已经使中世纪利率重被采纳。

普通股戒律[1]

克劳德·N. 罗森伯格（Claude N. Rosenberg, Jr.）

克劳德·罗森伯格是典型的旧金山人，除了创立RCM[2]和

〔1〕 经作者允许，选自：*Stock Market Primer*（New York: Warner Books, Inc., 1981; originally published 1962），Chapter 37, pp. 320—328。

〔2〕 RCM（Rosenberg Capital Management）是德国安联集团旗下德盛安联资产管理公司所管理的全球投资基金。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

RREEF[1]之外，曾就任种种正式或非正式的领导职位，且是该行业最受欢迎的人物。在他的几本著作当中，《股市入门》在销时间最长——超过20年。这里是该书的第37章"普通股戒律"。



1. 不要仓促、冲动地做出买卖股票的决定。

一旦你不假思索地按照情感的命令去做，你就在做"大众"所做的事，而这通常是有害的。在你的情感回归正常之前，等待会更好，那样你能客观地考虑正反两面意见……同理，不要在任何人的压力之下去买卖证券。强行推销术意味着那可能是"卖不出去的陈货"，而这并不是你想要的。如果你对是否购买犹豫不决，我的建议是什么都不要做。

2. 如果你认识到一家公司有动态成长的前景，那么不要因为该公司股票暂时看起来太高而卖掉它。

因为你可能再也无法以更低的价格买回它，你正在错失成为潜在大赢家的机会，而这机会本是你一直寻求的。在这些年里，我所见过的最严重的错误就是卖掉了拥有光明前景的大公司股票，仅仅因为其点数暂时看起来有点高。

3. 不要热爱一只股票到你无法客观评价它的程度。

股票和女人不一样。如果你整天想起你妻子的模样是她早晨尚未梳妆的样子，你就是个傻瓜——也许你最好想起她的样子是她打扮完毕的样子。但是，你确实不得不总想着股票，且想着它们最糟糕的点数。你必须不时地调整你的热爱，并且以冷酷的、不带感情的方式去评价它们。

4. 不要给予整个股市行情和单只股票前景以同样的关注度。

你会常常看到一只绩优股的股价跌至毋庸置疑的廉价，让你感觉整个股市打击了你，不想再去购买股票。正如人们常说的那样，

[1] RREEF是德意志银行房地产和基础设施管理业务分支机构，号称全球最大的房地产和基础设施投资机构。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这不是一整个“股票市场”，相反是一个由“个股”们构成的市场。在出现好价位的时候购买股票，不要让整个市场的阴霾改变你的决定。

5. 忘记股市中的“小道消息”。

运用你自己的判断，不要相信不可靠的消息。我明白对我而言，这一点并非什么震动世界的大智慧，但我常常看到这条建议被忽视。我不会忘记那天在我办公室接待某个客户，他希望我推荐一只好股票，我建议他买我很感兴趣的美国影印器材(American Photocopy Equipment)。我和他谈了我对这行业、对这家企业的思考，然后我的客户告诉我他会考虑后再告知我。第二天早上，他打电话给我，却给另外一只完全不同的股票下了订单，是快乐杰克铀矿(Happyjack Uranium)那种类型的。他解释道，他听闻了关于这只股票的非常利好的消息，因而他想要这只股票。大约一年以后，他的股票价值跌了一半，他又来拜访我。这次，他告诉我他的消息“来源”：就在我们第一次会面的晚上，他曾经在一个非常别致的鸡尾酒廊待了一个小时，偶然听见了有关这只股票的私下谈话。我想是一个利好消息(我的客户承认了)。在这个事例中，我花了几个小时研究美国影印器材，并把用几个小时得到的可以获利的消息告诉了他，他却改变了主意，漠视我的建议，而去赞同他偶然听见的两个喝了大量马丁尼酒的陌生人之间谈论的不可靠消息……

6. 你在股市上种瓜得瓜，种豆得豆(就像生活中的任何其他事一样)。

一些人认为一只5元钱的股票好，仅仅因为它的价格低。没有什么比这更荒谬的。通常，价格高的股票比价格低的股票能提供更多的价值，因为前者与后者相比，其背后通常有更多的收益、分红等。同样，高价股会被“好手们”持有(许多被大的机构投资者和其他的长期持有者所购买)，而低价股通常会被公众、投机者和冒险者所持有，他们信息不灵通且倾向于偶然的恐慌性出售。还要记住，高价股具有廉价股所没有的一个潜力——它们都是潜在的拆股候选对象。

7. 记住股票总是在熊市的最低点看起来最糟糕(此时，一种悲观的氛围占了上风)，并且总是在牛市的最高点看起来最好(此时每个人都很乐观)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当情况确实看起来很惨淡时，股票市场价格有上升或稳定的趋势，要买进；当情况好得令人难以置信时，要卖出。

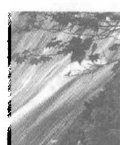
8. 还要记住，你恰好在最低点买进股票或恰好在最高点卖出股票的机会将是凤毛麟角（如果有的话）。

股市通常走极端：基于它们的基本面，当悲观主义盛行时，股票比它们实际应该达到的价格要低；当乐观主义弥漫时，股票价格比它们真正所值的价格要高。了解了这一点，你就不要期待在你购买股票后，它们的价格迅速走高，或者在你卖出它们时立刻走低，即使你确信你对它们价值的分析是正确的。

9. 不要像储存打折商品一样去买股票。

毫无疑问，你曾经看过人们在梅西百货公司（Macy's）、彭尼百货公司（Penney）这样的商店里为打折商品而打架吵闹。他们拼命去买这种商品，因为它有降价而且限量供应。人们购买了他们实际上不需要或不喜欢的东西，然后发现实际上完全不合算，这种情况太常见了。但他们就是难以抵制加入别人去竞争一些限量供应的物品的冲动。

交易活跃的普通股的供应不存在限量，因而我奉劝你们不要仓促购买，即使其供应即将告罄。如果你曾经坐在一个股票经纪行，看着那些“线”（同步显示股票交易的情况），你会明白我的意思。一只特定的股票可能突然间变得活跃，并且开始涨价：某一分钟你看它在 35 点，几秒钟后，它是 35½ 点，然后 36、36¼、36½、37。当它达到 37 点的时候，出于人的本性，你会感到一种几乎无法克制的冲动要去购买这只股票（不顾其收益、分红、未来前景等基本面）——要去抓住这轻松赚大钱的机会，要去加入其他那些吵嚷着买这只股票的人群当中，就像它是“打折商品”一样。克制这种冲动——只购买你确信自己将会喜欢并符合你目标的“物品”。



10. 你没有理由总是在股市中。

在股市已经有了一个长期、大幅的上涨之后，赚取一些利润是精明之举。在卖出后，投资者通常是“钱烧口袋漏，一有就不留”。这就像在一家糖果店工作：不管你有多强的意志力，几个星期后，这些夹心糖就会看起来好极了。你也很难去抵制其他的“夹心糖”股票，慢些行动——有时现金会是一种值钱的资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11. 为你的投资寻找专业性建议。

找一个诚实的并且你确信他会将你的最大利益放在心里的经纪人。确保他知道你的财务状况、你的目标和你的性情。如果你不知道谁是最合适的经纪人，咨询你的银行或你的朋友，然后去会见被推荐给你的那个人。要花上像你为自己找最好的医生那样的大力气去找最好的经纪人……

12. 利用你经纪人必须得提供的研究便利。

你一定会同意，分析是一种比一根大头针（a pin）[1]更好的市场工具。顶级的经纪公司每年花费巨资为其顾客寻找最有吸引力的投资项目。阅读刊印出来的报告——它们将会使你洞悉你与之交易的投资公司的情况。在历时几年的一段时期内随时关心其表现（几个月内的表现可能是错误的，既因为总体市场的行情可能与个体股票的表现相悖，也因为你不能期待推荐股在一夜之间暴涨）……

13. 记住公众通常是错的。

大众对于投资和股市的信息并不灵通。他们无法正确地约束自己在合适的行业、合适的价位上做出正确的决策。他们主要受自己的情绪驱动，历史已经证明他们一贯都是错误的……

一个聪明的投资者应当警惕公众对任何事情的过分狂热。千万不要成为“羊群中的一只”，像许多随风向摇摆以决定合理想法的人一样被宰割。

14. 警惕股市“跟风”。

根据戒律 9 和 13 中讨论的同样理由，我想单独强调在股市中跟风的观念。还记得十年前成为风尚的“口袋”礼服吗？……七八年前是呼啦圈，五年前是蹦床中心，去年是“蝙蝠侠”，明年可能又是其他的什么东西。作为一个普遍规律，如果你很早地进入风尚中，你一定会赚钱；但如果你在某种风尚全盛的时候跟在它后面，你就是自找麻烦。

同样的道理也适用于股市。就像“口袋”礼服、呼啦圈、蹦床、郁金

〔1〕“Angels on a pin”是中世纪经院哲学中一个存在普遍争议的问题。中世纪的时候，对于天使的本性有很多争论：它们是什么形态，存不存在物质形态，等等。一些争论被用在训练辩论的本领上。一个非常著名的问题是：多少天使能够在一个针尖上跳舞？答案是一个（如果天使有物质形态）或者无数个（天使没有物质形态）。这经常被作为一个对中世纪神学无用和迂腐的例子。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

香球茎等那样，股市偶尔也会流行某种行业股。基本上无一例外，对这些风潮股的冲动购买把它们推到一个完全没有根据的价格水平。当你在其极其盛行的时候购买，付出的价格几乎总是与其价值无关……

15. 不要关注一只股票已经到哪个点了——取而代之的是要去关注它会到达哪个点。

很多次我听人们说："现在，这一定是个便宜货——它从高峰跌了20点。"一只股票曾经多少点是历史，是"泼出去的牛奶"。投资者去年已经把ABC的股票叫价到了100美元，但这家公司的前景可能从此完全改变。或者说，很可能是情绪性的投机(跟风购买)把它推上了一个不合理的价位。重要的是未来会怎样，而不是已经发生了什么，以前的市场价格对未来没有影响。

16. 花时间定期查看你的股票。

不用说，情况是不断变化的。不要把自己同外部世界隔绝。考虑到剔除其中的"弱者"、添进有更大潜力的股票，要定期客观地看看你持有的股票。你的经纪人应当愿意定期为你分析你的投资组合，我鼓励你利用他的服务。

17. 关注品质。

尽管通过买卖劣质普通股经常能够获得大的利润，但如果你在选择股票时强调品质，那么你在股市成功的保证就会大大加强。太多投资者避开顶级的公司而去寻找"麻雀变凤凰"式的公司。当然这种方法用于你投资资金的一个特定部分是可以的，因为大多数人可以承受一次偶然的"孤注一掷"，但一个以寻求投机起家的人通常最终不只是投机一两只股票，而是一堆劣质股——大部分结果是不赚钱的。这些低等的股票当然不是好的投资组合的基础；相反，那些优秀的管理完善的公司的股票应当成为支柱。决不要有一丝一毫的想法认为如果不疯狂投机你就不能赚钱——这些年来，一些高质、不投机的股票创造了惊人的财富，如石竹(Carnaton)、可口可乐、宝洁以及其他。换句话说，把你的重点放在优良股票上，而不要放在市场上所谓的"低质股票"上。"记住，"一位睿智的股市思想家说，"如果你伴狗而眠，你一定会染上虱子。"



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据现值规律估价[1]

约翰·波尔·威廉姆斯(John Burr Williams)

约翰·波尔·威廉姆斯建立了投资管理的概念基础，正是在这一基础之上，投资管理成为一个正式学科。他不仅仅是一名理论家，还是一个活跃的投资者和证券分析家。以下是他在 1938 年出版的《投资价值理论》一书中所阐述的关键步骤。



我们这里把股票的投资价值定义为所有为之支付的股息的现值；同样，我们把债券的投资价值定义为其未来的息票和本金的现值。在以上两种情况下，股息，或息票和本金，必须根据其在现金购买力方面的预期变化而调整。购买股票或债券，就像其他产生利息现象的交易一样，体现了用当前物品交换未来物品——在这里，股息，或息票和本金，就是对未来物品的所有权。那么，要评价投资价值，就必须评估未来的收益。这些年金收益需根据货币价值变化而调整，有时须根据投资者要求的纯利率予以贴现。

大多数人会立即反对前述股票估价方法，理由是应当采用未来收益的现值，而非未来股息的现值。但是在我们这些评论家的隐含假设下，难道采用收益和股息给出的不是同一个答案吗？如果为了股票持有者的利益，那些并非以股息形式支付的收益全部成功地用于再投资以获得复利，如同评论家们暗示的那样，那么之后这些收益应当会产生股息；如果没有再投资，那么它们就被浪费了。此外，如果这些用于再投资的收益会产生股息，那么，在考虑所有未来股息时，我们的方法

〔1〕 经作者允许，选自：John Burr Williams, *The Theory of Investment Value* (Cambridge, Massachusetts, 1938), 30,542—543。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将会考虑它们；但如果它们不会产生股息，那么我们的方法会正确避免在任何利益的贴现年金中包含它们。

说到底，收益不过是一种手段，而手段不应被误认为目的。所以，我们必须说，股票从其股息而非其收益中剥离了它的价值。简言之，一只股票的价值只是你可以从其获得的那些东西。老农夫也会对他的儿子这样说：

买奶牛是为牛奶，
买母鸡是为鸡蛋，
买股票是为股息，
买果园是为果实，
买蜜蜂是为蜂蜜，
买股票还是为股息。

这位老人知道牛奶和蜂蜜来自哪里，但他不会犯这样的错误：让他的儿子为了反刍物而买奶牛，或为了嗡嗡声而买蜂蜜。



长期投资[1]

杰克·L. 特雷诺(Jack L. Treynor)

杰克·特雷诺作为编辑，将《金融分析师杂志》变成一个生机勃勃、富有挑战性的知识分子主导的严肃投资思想的中心。以下，他将厘清长期投资的真正角色，并阐释为什么用"买进持有"投资者们深刻而独到的见识来考量，即使高效的市场也并非真正有效率。



那些试图通过非常规的、创新性的研究来提升其投资组合表现的

[1] 选自：*Financial Analysts Journal* 32 (May/June 1976), pp. 56—59. Charlottesville, Virginia: Association for Investment Management and Research.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者当前正受到三种看法的挑战：(1)有能力的生意人说他不可能找到任何观点在市场实际中不打折扣的；(2)凯恩斯勋爵说即使他发现了这些观点，他的投资组合也将会被常规性思维的客户和专业同行视为“古怪”和“草率”；(3)外行投资者说即使他坚持自己的观点也不会获得回报，因为实际价格运动是由常规思维左右，并不受到自己观点的影响。

对于第一个挑战的成功回应就在于区分两类投资观点：(a)具有直接和明显影响、相对不太需要专门性知识来评估市价，因而传播很快的观点(比如“热门股”)；(b)需要斟酌、判断、专门性知识等来评估市价，因而传播很慢的观点。(当然，事实上现实中的投资观点存在于这两极之间一个连续性的范围之内。)寻求第二类观点——而不是关于“长期”经济或商业发展的显而易见的因而很快受到质疑的见识——当然是对“长期投资”的唯一有意义的定义。

即使市场没有效率，但就第一类观点而言，它也不是没有效率的，因为根据定义，这类观点不可能被广大投资者认为是错误估价。如果投资者拥有相同信息却对某证券的价值意见不同，导致他们意见分歧的原因必然是分析第二类观点时所犯的错误。如果这些投资者独立犯错，那么，一种平均数法则就会起作用于最终的市场合意错误。如果有足够的独立性观点影响合意价格的决定，那么“多数”法则的效应将会非常强大，潜藏在这种合意中的错误较之影响合意形成的个人投资者平均所犯的错误要小。

那么，在什么环境下，投资者们在根据人人可得的信息估价时所犯的错误会导致某些人的投资机会呢？由于导致准确合意地买进卖出过程的关键是独立性假定，如果所有的——或即使大部分的——投资者犯了同样的错误，那么就违反了独立性假定，合意就会显著偏离真正价值，从根据可得信息正确估价的角度来看，市场便不再有效。我没有在尤金·法玛(Eugene Fama)教授以及其他有效市场提倡者的论点中发现这样的说法：在评价那类需要专门性知识理解和估价并因而流播相对较慢的抽象观点时，大批的投资者不会犯同样的错误。

法玛认为：“投资者对于给定信息的含义意见不同本身并不意味着市场的无效率，除非有投资者能够根据可得信息做出的估价始终比市场价格内含的估价更准。”对于法玛表述的最好修正就是：“由于独

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

立的分析错误导致消费者意见不同不一定带来市场的无效率。”如果在实践中违反了独立性假定，每次违反都代表一次基本面分析的潜在机会。

有关绝大多数实践中的投资者发现长期投资不现实的断言，大约40年前凯恩斯勋爵就已经有所阐述：

“事实上，这些人多数最关注的不是对于一项投资在其整个生命期中的可能收益做出高人一筹的长期预测，而是比普通大众早一些预测到估价成规的改变。他们不关注一项投资对于一个买进持有者真正值多少，而是关注三个月或一年后，在大众心理影响下，市场对其估价多少。”

显然，如果一个投资者关注“大众心理”对于一项投资的估价在未来三个月里将会如何变化，那么他所关注的就是那些几乎不需要分析便可理解并因而流播很快的观点的传播。

另一方面，由于市场无效率带来的投资机会很可能伴生于传播缓慢甚或几乎不传播的投资观点。凯恩斯接着解释为什么实际的投资者对这些观点并不感兴趣：

“正是那些最能促进公众利益的长期投资者，但凡其投资基金由委员会、董事会或银行经管，便会在实践中受到最多的批评。因为在一般人看来，就其行为的本质而言，他是古怪、不合常规且胆大的。如果他成功了，只会坚定了一般人认为他胆大的观点，如果在短期内他不成功——这是很可能的——他不会得到许多同情，处世之道讲求：宁可因墨守成规而无名，也不能因打破常规而得名。”

这样，凯恩斯不仅准确描述了多数职业投资者仍然采取的行为方式，而且提供了他们如此行事的原因。但是他很谨慎，并没有说固执己见的长期投资者将没有回报。

但是，非常规思维的代价是否真如凯恩斯断言的那么高吗？现代投资组合理论认为，一只个体证券只能放在整体投资组合中估价：只要整体组合的市场灵敏度处于合理水平且分散投资非常合理，受益人对于非常规投资就没什么好担心的——对于因非常规原因购买的常规投资就更没什么可担心的。当然，持有被广泛看重的证券有其市场优势，但随着投资者作为一个阶层变得越加成熟老练，他们越加不可



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能因其特别的投资而受到质疑。

最终，有一个学派主张旨在改进我们的分析工具的研究是不切实际的，因为它不能描述在不熟悉这些工具的投资者的观点的基础上形成的市场合意的情形。这条主张重视那些能引起广泛兴趣或易于说服人的投资观点，同时摒弃那些捕捉了抽象的经济事实但其术语过于深奥而无法引起广大投资者兴趣的观点。

那些断言如果市场合意并非建基于高人一筹的投资分析方法之上，那就不可能从这些方法中获益的外行投资者误解了一只证券的含义：专家对于一只证券价值的看法就是预估在某一价位上校正风险后，该证券的回报优于市场上其他所有证券的回报。因此，辨识出价值被低估的证券的绝佳之道即是辨识出其在当前价位上能带来绝佳长期回报的证券。在一个投资组合中只要包含这样的证券就能保证绝佳的投资表现。

对于这三种挑战，也有三种回应：(1)有能力的生意人关于不存在被不合理或不恰当质疑的观点的断言既未经检验，也不可信；(2)凯恩斯认为非常规投资不切实际的看法在现代投资理论的时代不再有效；(3)认为不能说服广大投资者的好观点就没有投资价值的外行投资者完全错了。

读者中的怀疑论者可以问自己以下问题：如果一个投资组合管理者……(在合意错误时始终正确，同时)保证市场敏感度和投资分散度处于合理水平，那么需要多长时间其客户的关注点能从其投资组合的非常规性转到其投资记录上呢？

你只需富一次[1]

沃尔特·K.古特曼(Walter K. Gutman)

从1949年起，沃尔特·古特曼开始撰写首部同时也是最受欢

[1] 经允许，选自：Walter K. Gutman, *You Only Have to Get Rich Once*, Copyright 1961 by Walter K. Gutman。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迎的华尔街"系列信札"。本文节选于他1961年出版的著作《你只需富一次》。



当电脑像收银机一样常见时，IBM绝不会卖出一个虚高的价格——你等着瞧。

会有一些特定时期，神奇物品的价格达到其最大值。当大多数投资者对某一神奇物品几乎一无所知时，他们不会为之出很高的价——在1957年，许多这类股票可以用非常合理的价格买到。到了一定的时候，每个人都会发现神奇物品有某种令人称奇的用途，然后他们会出更高的价以图更多地了解这一不可思议的新事物。之后，当许多神奇物品诞生，当人们了解得越多，他们会出越来越低的价。正因为如此，大多数在1959～1961年暴涨的电子股到1965年售价将会更低，我确信所有的电子股将会根据其收益而有更低的售价。换句话说，到1965年，那些符合1959年情境的公司会被投资者更多地了解，其股票也会被作为已知物而非神奇物来估价。

对于大多数人而言，极富状态总是或仍然是一个梦想。梦想的情景可能关乎我们未来的成就，可能关乎如果能在潜水筏上遇见那个姑娘该多么棒，可能关乎我们的孩子，可能关乎被忆起的往事，可能关乎复仇和未来的公正，或者是关乎宗教和另一世界。我们不能指望获得比梦想中还要多的经济财富，但经济财富可能有助于我们的梦想……

因为你所拥有的财富永远不能达到你梦想中的标准，即使你是世界上最富有的人。当许多人认为他们的财富将达到梦想标准的时候，股票会升到一个特别高的水平。对于这些所谓的成长型股票，更合适的称谓应是梦想型股票。但梦想是真实的——我们天天都有梦。认为梦想是不真实的而所谓现实生活是真实的，这是一个极大的错误。如果梦想不真实，假设你是世界上最富有的人，你就不可能感觉到自己比梦想中还要富有。当有关新工业的梦想成为现实时，梦想结束，股票就会卖得更保守，其价格会与现实而非梦想相关。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法国是如何出现通货膨胀的〔1〕

安德鲁·迪克森·怀特(Andrew Dickson White)

安德鲁·迪克森·怀特在埃兹拉·康乃尔(Ezra Cornell)捐款的支持下，于1867年建立了康乃尔大学。怀特不仅是个学者，还是个外交家，并担任了6年的美国驻德大使。这篇原本是1876年在参众两院的秘密会议上呈递的文章，后于1912年发表。在文章中，怀特解释了在1789年，紧随法国大革命之后，伴随着所有熟悉的争论，包括"这一次，情况是不同的"，本意良好的政治领袖们是如何把他们国家的经济带进一场灾难性的通货膨胀中去的——这不是第一次，也不是最后一次。



1789年初，法国陷于深重的财政困境之中：沉重的债务和严重的赤字。

那一时期的大规模改革尽管在政治上是一件长期性的好事，但在财政上，却是一个暂时性的灾难。企业界普遍缺乏信心；资本逃之夭夭，其出了名的胆怯性格暴露无遗；遍地萧条景象。

无疑，体现政治家才能的措施、仔细的监察和智慧的管理不多久便会带来信心的回稳、资金的回归和商业的复苏；但这所需要的耐心和自我否定是迄今为止人类历史上的政治智慧极难产生的。罕有国家能够实践这些优良品德，法国自然也不在这凤毛麟角之中。〔2〕

〔1〕 选自：*Fiat Money Inflation in France* (Irvington-on-Hudson, New York: The Foundation for Economic Education, Inc., 1959; originally published 1912), pp. 23—36, 42—46。

〔2〕 有关当时法国财政形势绝非毫无希望的证据，请参见 Storch, *Economie Politique*, vol. iv., p. 159。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人类普遍寻求某种通往繁荣的捷径。不久，一种观点流传开来——国家迫切需要的是更多的流通媒介；紧接着，很多人呼吁发行纸币。时任财政大臣的内克(Necker)，以其金融能力被公认为居于欧洲伟大的银行家之列。他不仅有金融能力，还有深沉的爱国主义情怀和高度的个人荣誉感。尽管面临巨大的困难，他坚定不移地尽力使法国切实遵守货币事务的那些原则，当代的普遍经验已经证明这些原则是保证国家安全的唯一途径。随着困难的出现，国民议会背离了他，很快，在议员中针对纸币问题产生了新的提议：在公众大会上、在俱乐部里，以及在国民议会中，演说家们公开宣扬这是“万灵丹”—— 一种“无息获取财富”的方法。记者们附和着吹嘘该方法的美好。其中，马拉特(Marat)在其报纸《人民之友》上也大声疾呼，反对内克，他把内克—— 一个绝对正直并为了法国牺牲了健康和财富的人——描绘成一个只为中饱私囊而企图掏公众腰包的恶棍。

内克尽其所能反对发行不可兑现纸币的倾向，即使有各种花言巧语的保证，他还是很清楚这会导致什么后果。在那些竭力支持与他近似观点的人之中，有一位来自里昂的代表柏葛塞(Bergasse)，在当时以及之后的一段时间，或许他的反对发行不可兑现纸币的小册子较其他任何人的影响都更广泛，其中一部分看起来相当有创见。如果不是因为其预言的力量显然完全来自于对历史所揭示的自然法则的了解，今天任何一个阅读过他有关这种通货必然招致大祸的预言的人都会认为他有不可思议的先见之明。



但是，支持纸币的倾向变得如此强烈，以至于不得不努力通过折中方案来抵抗它。在1789年至1790年初，国民议会多次展开关于基于教会地产发行货币的讨论，这些地产也正是为此目的而被征用的。但是必须小心，这次法币发行多数采用1 000里弗、300里弗、200里弗的面值[1]，大得无法当作普通货币使用，但便于用来购买教堂土地；除此之外，这些不可兑现货币将可以带息，这会吸引持有者囤积它们。这样，议会就避免发行更小额的债券。

有关早年间大量发行小额货币造成崩溃还记忆犹新，然而发行普

〔1〕 英文版编辑注：里弗在怀特所描述时期的早期是法国用于交换的普通硬币，1795年，法朗成为官方货币单位，81里弗可兑换80法郎。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

遍使用的货币的压力越来越大。议会的财政委员会报告“人民要求新的流通媒介”、“流通纸币是最好的办法”、“采用这种方法是最顺利的，因为它基于人民的意愿”、“它会将市民的利益与公共利益结为一体”。

这份报告用以下的倡议激起法国人的爱国主义：“让我们向欧洲显示我们明白我们自己的资源，让我们立刻迈上通往解放的康庄大道，而不是拖着沉重脚步在曲折、昏暗的时断时续贷款之路上。”其结尾建议在严密监察之下发行总额达 4 亿里弗的纸币。争论继续进行，直到发行小面额纸币的声音渐渐消失。

从各方面来看，在整个有关这一议题的争论中，最典型的是马蒂诺(M. Matrineau)的声明，他对纸币大声呼吁且持期盼态度，只担心委员会允许发行的纸币不够多；他宣称商业萧条且唯一的原因是缺乏更多的流通媒介；纸币应当被作为合法货币；并且国民议会应当超越于几十年前约翰·劳纸币失败所带来的偏见之上。就像那时或自那时以来每位不可兑现货币的支持者一样，他似乎认为自从以前灾难性的发行之后，自然法则已经改变。他说：“专制政权下的纸币发行是危险的，它滋生腐败；但在一个宪法统治的国家，由于政权对于其纸币的发行很谨慎，并决定纸币的数量和用途，所以不再存在危险。”他坚持认为劳氏纸币起初恢复了繁荣，而其所导致的灾难和崩溃起因于过度发行，而这种过度发行只可能发生在专制政权之下。[1]

拉·罗什富科(M. de la Rochefoucauld)这样表达他的观点：“指券[2]会将硬币从其现在所储藏的国库中取出来。”[3]

另一方面，卡扎莱斯(Cazales)和毛利(Maury)却力证结果只能是灾难性的。也许从未有哪一个政治预言能像这次论争中卡扎莱斯某一次演讲所描述的可怕场景一样在各个方面细节上都如此精确地兑现。然而，(发行纸币的)倾向愈演愈烈，贝西戎(Petion)做了一次精彩绝伦的演讲支持报告，内克的影响和经验逐渐被冲淡。

与这场金融论争相交织的是一次强烈的政治请愿。国民议会决定征用法国大教堂大量的地产——1500 年敬神的积累。在这个国家

[1] 请参见 *Moniteur*, April 10, 1790。
[2] 指 1789～1797 年流通于法国的以没收土地为担保而发行的纸币，后当作通货使用。——译者注
[3] 请参见 *Moniteur*, April 15, 1790。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有王侯的庄园，镇上还有大主教的宫殿和女修道院的建筑。这些占整个法国不动产比例的三分之一至四分之一之间，其价值至少有 20 亿里弗。显然，从未有哪个政府能为一次重大的金融前途获得比这更牢固的基础。

法国政治家之所以希望火速卖掉这些土地，有两个特别的原因：其一是金融方面的原因——获取货币，以使政府得到解脱；其二是政治原因——把这些土地分散到壮大的中产阶级中，这样可以让他们为革命和为赋予他们权利的政府效力。

当时极力主张：发行 4 亿里弗的纸币（不像起初建议的那样以带息债券的形式，而是以面值有大有小的纸币形式）会立刻为国库提供还债的凭据，缓解国家的必需品贫乏；纸币进入流通后，会刺激商业；它会给所有资本家——无论大的或小的——提供从国家购买教会地产的媒介；凭借从地产中获取的收益，国家将会偿还债务，并为新的需求获得新的资金储备。对于金融家和政治家而言，没有比这更诱人的理论了。

如果认为法国的政治家或法国公民不知道发行不可兑现纸币的危险，那就大错特错了。无论这种货币光明的一面被如何有技巧地展现出来，法国所有有思想的人都记得它黑暗的一面。通过 70 年前约翰·劳时代那次灾难性的经历，他们太了解一种没有牢固基础且未被很好把控的货币会招致什么样的困难和危险。他们那时已经知晓：发行纸币是多么容易；查核它是否过度发行是多么困难；它所带来的结果——吸收工人和财产较少者的资产——是多么诱人；它对所有那些靠固定收入、工资或薪金生活的人的打击是多么沉重；它在所有资产贫乏者的幸福被摧毁后催生出放荡的投机者阶层的后果是多么毋庸置疑，这是一个国家所可能有的最有害的阶层——事实上，比那些法律认定并能镇压的职业罪犯还要有害；它如何先激发生产过剩，而后又听任各行业疲软；它如何打破繁荣，引发政治上和社会上的不道德。过往的经历已经完完全全地教育了法国所有这一切。许多当世的人都曾体验过这种经历——在约翰·劳（他至今都被公认为是世界上最有创见的金融家之一）领导下发行纸币——的后果。当时，许多因纸币发行导致其家庭贫困的人在法国国民议会前静坐。在这个国度，很少有人没有听过那些发行纸币的人被诅咒为法国所曾经历过的最可



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怕灾祸的制造者……

在这次辩论中，一位有思想的政治家拿出一张当时的旧纸币并宣称它沾满了他们父辈的血泪。这绝不仅仅是一次戏剧性的表演，而是出于自然的冲动。

如果认为讨论这个问题的国民议会纯粹由疯狂的革命党人组成，那也是错误的；任何推论都不能远离事实。无论后来为法国立法的那些人名声如何，任何一个历史研究者都不能否认，不管历史学家和反对政治变革的政治家如何争论和嘲笑，很难在其他场合遇到像第一次法国制宪会议上那么多目光敏锐的立法人物。其中有西耶斯、巴伊、内克、米拉波、塔列朗、尼莫尔的杜邦[1]，以及众多其他已经成为或后来成为欧洲各类科学领域和政治领域最优秀、最聪慧者的人物。

但是，发行纸币的倾向已经变得无法阻遏。人们坚定不移地提出了极具说服力的主张：如果有哪个国家能够安全发行纸币，法国现在就是那个国家；她已经通过约翰·劳领导下的严重教训得到了充分的警示；她现在是一个立宪政府，由一群进步的、爱国的人掌管——而非像以往发行纸币的时代，是一个由政客和冒险家掌管的完全君主专制的国家；她能够以价值上比整个发行额高得多的土地所有权为其每里弗的纸币作实际的抵押；她拥有像巴伊、米拉波、内克这样的领袖人物，不可能犯下像法国在约翰·劳、摄政奥尔良公爵和红衣主教杜布瓦领导下所遭受的那种财政错误和罪行。

雄辩战胜了科学和经验。在 1790 年 4 月颁布了决定性的法令，即以教堂被征收的财产为担保发行 4 亿里弗纸币。对于这一基本法令以及有关执行该法令的法案的审议非常引人注目；在这场争论中表现突出的有内克、尼莫尔的杜邦、毛利、卡扎莱斯、贝西戎、巴伊以及许多其他绝不逊色的人物。这些讨论当然非常富有智慧，任何人在《箴言报》阅读其详细内容甚至只是议会史的概要后，都会觉得各式各样的当代史极大地冤屈了这些竭力在法兰西和崩溃之间寻求平衡的人。

全部金额——4 亿里弗，在当时非常巨大——以指券形式发行，它是一种以丰饶地产为抵押品担保、持有人享有 3%利息的纸币。从未有哪种不可兑现货币，就其对公共财政的良好作用和适当表现的保

〔1〕 杜邦公司创始人的父亲，尼莫尔是杜邦庄园所在地。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证，能比指券的要求更科学和更实际。一方面，它有世界公认的最实际的担保——以价值比发行额高得多的丰饶地产作抵押品；另一方面，由于纸币可以生息，似乎只要纸币过剩，就有无法辩驳的理由将其从流通中收回。

纸币以尽可能快的速度投入流通。与约翰·劳时代发行的那些纸币不同，它们用最上乘的艺术手段雕版。为了激发公众的忠心，国王的肖像置于中间；为了能唤起公众的精神，头像周围环绕着爱国主义的铭文和图案，为了刺激公众的爱财之心，该纸币每天为持有者带来的利息数被印在边上；整张纸币适当地配上戳记和印鉴，以表示它是被小心地登记和控制的……

为圆满完成其工作，国民大会对法国人民发表了一次演说，解释这一新货币的优点。该演说把这个国家描述成“被这一伟大的媒介从所有的不确定中以及从信用制度的所有灾难性结果中解救出来”，并预言这次发行“会使国库、贸易和各工业部门重新获得稳定、充裕和兴旺”。[1]

这篇演说中的某些论点值得回顾，下列文字便在此列：“除非纸币代表某种特定的财产，否则便没有内在价值。如果不代表某种特定的财产，较之有真实价值且独立于社会行为之外的金属货币，纸币是无法被采纳的。正因为如此，那些只有公众权力作其基础的纸币总是会在承认它的地方引起崩溃。这也正是为什么由约翰·劳发行的1720年银行纸币在引起可怕的灾祸之后只留下恐怖的记忆。正因为如此，国民大会不希望使你们面临这一危险，我们赋予这种新纸币的价值不仅来自于国家权力，更是真实且永远不变的价值，该价值使其在与贵金属竞争时能维持有利地位。”[2]



不过，可能最引人注目还是最后的声明。它这样写道：“人们将很快认为这些付息的指券比现在储存的硬币更好，而且将带动硬币重新进入流通。”国王也受到诱惑发表了一份公告，劝告他的人民不加抵制

〔1〕 请参见 *Addresse de l'Assemblee nationale sur les emissions d'assignats monnaies*, 5。

〔2〕 请参见 *Addresse de l'Assemblee nationale sur les emissions d'assignats monnaies*, 10。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地接受这种新货币……

这次发行的最初结果是所有最乐观的人们能够期待的：国库立刻得到极大的救济，一部分公债得以偿还，债权人受到鼓舞，信贷恢复了，一般性消费得到满足，相当大一部分纸币因为从政府手中转移到了人民手中，贸易增长，所有的困难似乎都烟消云散了。内克的焦虑与毛利和卡扎莱斯的预言似乎都被证实为完全无用。事实上，如果国家当局停止这次发行，很有可能之后出现的金融灾难难以被强烈地感觉到；那时发行 4 亿里弗纸币肯定只会解除相同数量硬币的功能，但是很快产生另一个结果：时世变得不那么容易；到 9 月底，即在发行 4 亿里弗指券不到 5 个月时，政府花完了它们并再度陷入困窘。[1]

老办法立刻也很自然地重新浮现于人们的脑海中，整个国家开始呼唤再一次发行纸币。那时有思想的人们开始回想起他们父辈所告诉他们的约翰·劳时代发行纸币的诱惑性道路，回想起他们自己在不到 6 个月前初次发行指券的争论中所听到的预言。

当时，纸币反对者们已经预言一旦踏上了通货膨胀的沦落之途，这个国家将无法控制，就会继续发行更多的纸币。初次发行的支持者们已经断言这是诬蔑，现在人民是控制者，只要愿意，他们能够也将会对发行进行查核。

因此，国民大会中的观点处于一种混乱状态：少数策划家和梦想家对纸币的呼声很高且公开宣扬纸币；许多更肤浅和随和的人倾向于妥协；更有思想的人则竭力对抗潮流。

在所有反对通货膨胀的论争中最重要的是塔列朗的演讲，他是法国最勇敢和最激进的政治家之一。正是他——从前的主教——曾经比其他人都更加赞成把教堂大量地产收归国有的极端措施，他曾经支持初次发行 4 亿里弗纸币。但现在他采取了一种批评的口吻——试图向国民大会表明非常简单的真理，即第二次发行指券的影响可能和第一次不同，显然第一次是出于需要，而第二次可能带来的害处不亚于第一次带来的益处。他列示了通货膨胀谬见中的缺陷，并令人信服

〔1〕 Von Sybel, *History of the French Revolution*, vol. i, 252; also, Levasseur, *Histories des classes ouvrieres et de l'industrie en France de 1789 a 1870*, vol. i(Paris: 1903), 137 and following.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地陈述了一个陈旧的真理：没有法律，也没有法令，能够使大发行量的不可兑现纸币与硬币的票面价值相等。

在他的演讲中有这样一些话："事实上，你能够做出安排，使人民不得不拿1 000里弗纸币兑换1 000里弗硬币；但你永远无法做出安排，使一个人不得不拿1 000里弗硬币兑换1 000里弗纸币——这个事实涵盖了整个问题，也由于这个事实，整个制度失败。"[1]

1790年9月27日，米拉波的最后演讲在所有演讲中最有说服力。他的反对者中最清醒和谨慎的那些人用"妙"字来形容该演讲的辩才。在这次演讲中，这位伟大的演说家首先详细阐述了所陷入的政治危难，宣称最紧迫的就是把政府土地转移到人民手中，以此为国家做贡献，并且与旧的特权阶级相对应产生了新的土地持有者阶级。

在其辩论的整个过程中，他用他全部辩才和机智来阐述一个主要观点——这种被推荐的货币的优点，它的稳定性和它的安全性。他断言：这些纸币有公共土地作担保且可换到土地，要比它们可兑换为硬币来得更有保障；珍贵的金属只用于次要的艺术，而法国纸币代表所有财产中首要的部分，也是所有产品的源头——土地；当其他国家不得不发行纸币时，它们都不能像法国这么幸运，因为之前从未有国家能够以土地作担保，每位持有法国纸币的人在实际上都有一个抵押品为之作担保——可以被轻易出售实现其权利的地产，其他国家以整个国家作担保给予一个模糊的权利。他大呼："那么，我宁愿抵押品是一个花园，而不是一个国家。"

他的其他论点更具有蛊惑性。他声言仅有银行家和资本家的利益受到影响，而工厂主会看到繁荣又回到他们身边。他的某些论点看起来几乎是幼稚的，但是，从总体上看，这次演讲是精彩绝伦的，它时时被掌声打断，它解决了问题。人们没有停下来，考虑这是一个演说家的激情迸发的演讲，而不是一个金融专家成熟的判断：人民没有明白，让米拉波或塔列朗来对货币政策给出建议——只因为他们在危难中表现出勇敢或在矛盾中显示出力量——无异于请一个职业拳击手来修一块手表。



[1] 请参见 speech in *Moniteur*; also in Appendix to Thiers' *History of the French Revolution*。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毛利表明劳氏货币的首次发行带来了繁荣，而之后的发行带来了悲剧，结果白费口舌；他从约翰·劳时代出版的一本书中引述了一些话表明，劳起先也是被认为是爱国主义者和一个仁爱的友人，结果白费口舌；杜邦提出一个替换掉用来偿还流动债务、不构成流通媒介一部分的纸币的简单且明确的计划，结果白费口舌；任什么都敌不过米拉波的雄辩。紧随其后，巴纳夫主张“劳氏货币建基于密西西比的幻影上，而我们的纸币建立于教会土地的牢靠基础上”。他证明指券不可能跌得更低。普吕多姆(地名)的报纸对以金子作为货币的抵押嗤之以鼻，吹捧地产是唯一真正的基础，并热情赞扬被推荐方案的可转换和自动调适特征。

任其有多么巧舌如簧、能言善辩，相当数量的少数派还是坚持他们早期的原则；但在 1790 年 9 月 29 日，通过 508 比 423 的投票结果，这件事还是被实施了……

从殖民时代至今的美国股本回报[1]

罗吉尔·G. 伊伯森(Roger G. Ibbotson)
加里·P. 布里森(Gary P. Brinson)

这篇对于复利的强大力量——以及长期投资于股权的强大力量——的精彩阐释来自于加里·布里森和罗吉尔·伊伯森的《投资市场》一书。还没有哪个人对于同一问题的解释能达到他们的高度。



如果乔治·华盛顿从他第一笔总统薪水的支票上划出小小的 1

〔1〕 经允许，选自：*Investment Markets — Gaining the Performance Advantage* (1987), Chapter 5, pp. 65, 67.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元投入美国的股票，那么到 20 世纪 80 年代，他的继承人将会成为拥有 500 多万美元资产的富翁。从长期来看，美国股票给投资者们提供了不菲的回报。部分是由于过去的成功，美国证券市场是世界上最大和被研究得最仔细的市场。当前，在 20 世纪 80 年代中期，每天可能有超过 1 亿股的股票在纽约证券交易所（New York Stock Exchange，简称 NYSE）交易，此外还有超过 1 亿股的股票在场外交易（Over-the-Counter，简称 OTC）市场和其他证券交易所交易。已公开发行并售出的股票价值超过了 2 万亿美元。

仅从股价增值的角度，从 18 世纪 80 年代至 20 世纪 80 年代，按年计算复利，股票产生了 2.9％的回报（称为“资本增值回报”）。即使股息没有被再投资，1789 年投资的微不足道的 1 美元到 20 世纪 80 年代也会增值到 450 美元……

与资本增值回报相对照，总回报不仅包括了股价增值，而且包括了股息再投资。假定 19 世纪 80 年代到 20 世纪 80 年代这一时期和 18 世纪 90 年代到 19 世纪 70 年代这一时期以同样比率支付股息，总复利回报率就是每年 8.2％，到 1985 年底，（微不足道的 1 美元）所带来的价值几乎是 500 万美元。

不过，这种惊人的回报来自于投资者承担的巨大风险。有约 29％的年份总回报率为负。这些回报率的标准差超过 19％，这是它们相对广泛的变异性的另一表征。1790 年以来每年总回报率的分布如直方图所示。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

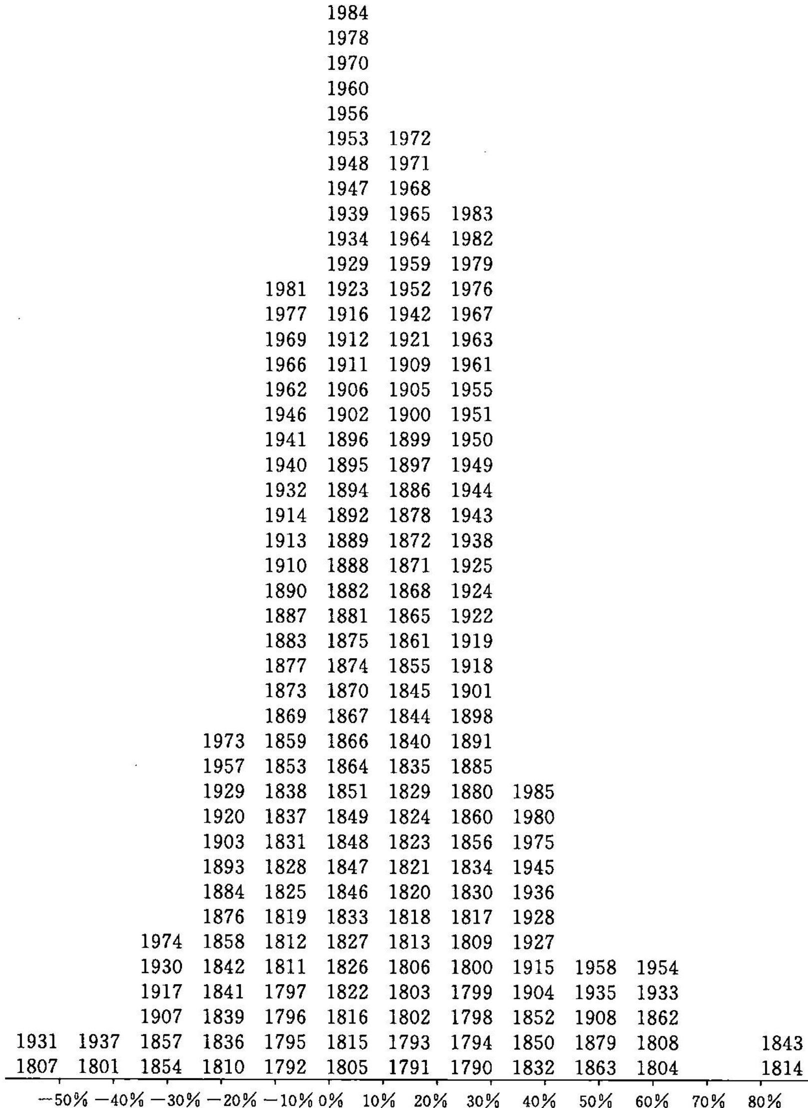
美国股本总回报的频率分布(1790～1985)

总计

回报率为正的年份： 140 or 71%

回报率为负的年份： 56 or 29%

标准差： 19.6%



以百分比计的年回报率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二编

建议、观点和评论



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“股市”没有眼泪[1]

迈克·罗依克(Mike Royko)

迈克·罗依克是一名尖锐、直率的社会和政治观察家，他撰写的芝加哥市市长理查德·戴利的传记就是这种文风的经典。他也是《芝加哥论坛报》的经济学家和专栏作者，正是在这份报纸上刊登了这篇有关于20世纪80年代“市场”与现实背离的鞭辟入里的文章，他的关注点是当时影响股票价值的接管狂潮。



我难以自控。虽然可能听起来很残酷且有施虐倾向，当股市开始第一次周期性的大跳水时，我欣赏这一景象。并非我真正地明白了。我很困惑：某天，一家公司可能值100亿美元，但是一两天后，它突然只值80亿美元。

它仍在生产同样的产品，质量相同且售价一样。同样的人们去上班，并领取同样的报酬。可是，据票面价值，这家公司的价值比昨天低了很多。

但我确实明白，当这种情况广泛出现于成千上万的公司时，有人就会遭受惨重的经济损失，他们被击垮，甚至可能失去他们的衬衣、裤子、内衣、司机和轿车。

每当想起那些住在三居室中守寡的小老太太们正在破产，或者那些清扫街道、倾倒医院便盆或扑灭火灾的人们正在失去他们的养老金、应急准备金，我就感觉窝心。

但是从我阅读到的文字来看，这并不是实情。普通人并未在电话

〔1〕 经允许，选自：*The Chicago Tribune*, October 16, 1989, Sec. 1, Col. 1. p. 3.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里和经纪人说起买入、卖出、卖空、买空、盘档、开动、止付、跳跃、腾空，或者所有其他这样的行话。

我如果打电话给我认识的大多数人，问他们是否正在市场上遭受惨重损失，他们会说："不，我在我自己的浴室里冲澡。"[1]

那是因为大多数人已经觉悟了。正如不愿从一些站在门口、衣衫褴褛的人那里买金表或表链一样，他们不愿再与那个名叫"市场"的怪物纠缠。

对于"市场"，你所要做的就是看看新闻大标题或听听每日播报，然后你就想你在听闻关于某些人应该接受治疗、服用镇静剂或被护士捆住的最新医疗报道。听起来就像是一个躁狂/抑郁型精神病患者的病例。

"根据……的报道，今晨，股市交投畅旺，一路走高；根据……的报道，今天傍晚，股市交投疏落，下挫跌停；股市对于总统脖子上发现丘疹的报道做出紧张性反应……受总统看了皮肤病专家的报道的影响，股市反弹。"

这是什么样的一种做生意方式啊！

不，如果我们有了另一个黑色星期一、灰色星期二或草绿色星期三，我不会为那些底线逐渐消失的人而落泪，正如我不会同情那些试图将中间缺一张的顺子补全的人。

上一次"市场"从狂热走向萧条，我们被告知这是由于突然变得狂躁的计算机或者某些类似原因造成的。如果这就是原因，为什么没有人爬到电脑后面拔下插头？如果我的电视机冒烟，我就会这样做。

这次，我们被告知股市突然的下挫是由于股民们担心再也没有贪婪至极的接管者了。如果真是那样，倒是一件快事。

那意味着公司股价持续上升、上升、再上升，不是由于所有人都认为他们所生产和销售的产品正变得更好或更受欢迎，而是由于人们认为有个华尔街的骗子正在觊觎某家公司并且这消息传开了。该骗子故意以很高的利率买下某家公司，将其拆分，并将其相当一部

〔1〕 英语中，take a bath 既有遭受惨重损失的意思，又有洗澡的意思。这里正是利用了这一点。——译者注



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分出售以偿还巨债，赚取巨额利润后脱身。在这个过程中，一些生产性的职业将会被整垮，工人们会发现他们的生活完全倾覆了，公司可能不再存续，而骗子和那些向骗子提供资金的人将会捞得盆满钵满。

这就是为什么——尽管爆发了黑色星期——股价仍然缓慢上升。这已经成为一种猜谜游戏。这家或那家公司会被收购吗？只需一个小小的流言，股市就会变得狂躁不安。不，一旦流言散布，这家公司就不再是“美味佳肴”，股市同样会陷入无法控制的恐慌。

如今，在华尔街、拉萨尔大街和所有其他诈骗者偷偷摸摸活动的地方，他们都在大声呼喊：“永远都会有人接手。”

一时间，那些曾经想撑到屠杀最后的人陷入了恐慌。什么？再也没有大鱼吃小鱼的游戏了？再也没有游得慢的公司被撕碎？让我出去！我们不断听闻小投资者对股市再也没有兴趣。他当然没有兴趣。小鱼知道和大鲨鱼一起游泳不安全。

持久性错觉[1]

亨利·W. 邓恩(Henry W. Dunn)

史嘉德基金管理公司的亨利·邓恩挺身而出，公开反对其所谓的持久性错觉，即股市预测可以很成功，并主张其同行投资顾问坚持将投资与股市预测分离。（读者还将享受他的优美的长句子。）



对于维持投资顾问行业的未来声望和实用性最为重要的事莫过于用一切合理的努力尽可能去除公众思想中广泛传播实际上却是不

[1] 经如下机构允许重印：Scudder, Stevens & Clark。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合理和错误的看法和假定，即称职的投资管理很大程度上就是预测股市波动，因而投资顾问的主要作用就是成功地预测股市。

不过，这一主张总体上太过简缩，人们很难立刻清楚其内涵。若是试图处理我所指的情形，我相信，首先应该弄清楚：如果能找到有效预测股市的手段，那么投资顾问——这样描述才为恰当——其职能是胜任于提供投资建议，而非提供有关股市交易中迥异的、偶然的活动的建议——这在我看来，是大部分公众完全不能意识到或理解的基本区别。不过，仍然有必要进一步说明，目的是让公众的思想意识到该区别在实践中的重要性并使尽可能广泛的人群明白我所认为的浅显的真理：用尽努力发现或发明新的更好的预测方式或开发出使用新方法的更优技巧，适当地参照方向和时机来预测股市的下一轮波动仍然和赌博差不了多少。

我的主要论点不仅包括有关普通公众总是对于专家对未来股市波动的预测充满期待并或多或少抱有坚定信心的论断，还包括这种持久性信任，或者说希望和信任的混合，实际是一个错觉。

要想拿出充分的实际研究的确切记录来无需争论或质疑地证明该特性的负面之事将是一个几乎不可能的任务。我们已确切了解过去各种预测方法的非常多的失败，因而寻找证据的责任理所当然要撂给那些严正声明已经完善必要技巧的人。换句话说，我打算坚持我已做出的论断，并像政治演说家一样质疑成功的驳论。

然而，如果在我的听众中有谁仍然对他们自己的预测能力保持很大的信心，我将为了他们的利益加一句提醒和警告。在一个像投资领域这样呈现很多难题、有很多包括股市预测在内的不确定的领域——并且很多一度被普遍接受和成功遵循的规则不得不在之后被修改或摒弃以适应无法容易地或迅速地意识到的潜在条件的变化——我觉得长期而可靠的投资经历给了我们很多教训，我不得不说，它们是无法通过其他任何途径有效地学到的……

我认为，股市预测作为投资和贸易政策的基础从长远来看不可靠，这是长期的、可靠的经历给我们的教训之一，然而，实际上因为不同的方法有时看起来运作得相当好，其时期之长足以误导粗心者。我愿意将我的结论建立于我所认为的最有力的证据基础之上，这些人的经历必须足够长、能够保证最终结果的恰当测试。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何时卖出以及何时不要卖出[1]

菲利普·A. 费雪(Philip A. Fisher)

菲利普·费雪的《普通股和不普通的利润》最初在1958年出版。在该书中，他给出了成长型股票投资的案例，并解释了通过与公司的竞争者、供应商尤其是前雇员谈话了解公司资讯的"闲聊"方式的优点。这本书里都是个人投资者实用的注意事项。在以下摘录中，费雪解释了在远景投资中应作何期待且确定了卖出一只股票的唯一投资性原因。



投资者决定卖出普通股的理由很多，或许他要建新房，或者为他的儿子经商筹措资金。从追求幸福生活的立场出发，任何类似的理由都使得卖出普通股合情合理。然而，这种卖出的动机来自于个人而不是金融，这就远远超出了本文讨论的范围。我们在本文里提到的卖出是由单一的目标激发的，这个目标就是通过可利用的投资资金赚取最多的钱。

我认为要卖出普通股，那么有且仅有三个原因。第一个原因对任何人来说都是很明显的，也就是原先的买入是一个错误，特定公司的真实背景逐渐变得清晰起来，比最初预计的要差很多。恰当处理这种情形主要是感情自我控制的问题，从某种程度上说，它也取决于投资者是否对自己诚实。

如果正确处理可以获利大量利润，而这种处理要求具备高超的技

〔1〕 选自：Philip A. Fisher, *Common Stocks and Uncommon Profit* (Woodside, California, 1984; originally published 1958), 15—51, 82—91. 版权归如下机构所有：PSR Publications, 301 Henrik Road, Woodside, CA 94062。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能、知识和判断，这是普通股投资的两个重要特征。既然获得几乎难以置信的利润的过程十分复杂，所以买进股票时难免犯下若干的错误也就不足为奇了。幸好，真正好的股票的长期利润应足以弥补正常范围内的错误所造成的损失，同时也能达到很高的利润率。如果能迅速发现错误尤其如此。如果能够这么做，即使有任何损失，也会远低于长期持有错误买入的股票。更重要的是，套牢在不利状况中的资金，可以释放出来用于购买其他的股票；如果选择恰当，应该能带来相当大的利润。

不过，有一个复杂的因素使得投资错误的处理更为棘手，这就是每个人的自我。没有一个人愿意承认他自己是错误的。如果我们买进股票犯下错误，但卖出时能获得些许利润，就不会觉得自己当初做得很蠢。相反，如果卖出时发生小损失，我们对整件事会感觉相当不快。这种反应十分自然和正常，但却可能最为危险，会让我们在整个投资过程中放任自我。投资者持有他们实际不想要的股票，寄望有一天能够“至少扯平”因此而损失的金钱，可能多于其他任何单一的理由。假如这部分实际上的损失加上刚一认识到错误时若能重新投资于合适的股票所获的利润，则放任自我的成本确实很高。

此外，不喜欢遭受哪怕是一点儿小损失的行为本身就不合逻辑。如果投资普通股的真正目标是几年内赚很多倍的利润，则20%的损失和5%的利润这两者间的差距相比之下便微不足道。重要的不是损失会不会偶尔发生，而是可观的利润是否经常不能实现，使得投资者或其顾问的投资理财技巧备受质疑。

虽然损失不应导致投资者强烈自责或情绪沮丧，但也不应轻率地将其忽略。应仔细检讨，从每次损失中学到教训。如果彻底了解了导致买进普通股判断错误的特定因素，就不可能因为误判相同的投资因素而再犯类似的买进错误。

我们现在来谈应该卖出普通股的第二个理由。如果随着时间的流逝，一家公司发生变化，不再和当初买进时相近，就应卖出该公司的股票。投资者必须一直警觉的道理便在这里。这说明了为什么时时密切关注所持股票公司的相关事宜是十分重要的。

公司经营状况恶化通常出于两种原因：不是管理层退步，就是该



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司不再像其以前那样有望扩大其产品的市场。有时，管理层退步是因为经营成功影响了一位或数位主要的高级主管，耽于安逸享乐、洋洋自得和怠惰松懈取代了以前的干劲和创造性。更经常发生的是新的高级主管班底不能向前任的绩效标准看齐，或者是他们不再奉行以前使公司取得引人注目的成功的政策，或者没有能力持续执行这些政策。这些事情一发生，则不管股市大盘看起来多好，或资本利得税多高，都应立即卖出受影响的股票。

类似地，有些公司在显著增长了很多年之后，会进入一个市场增长前景到了尽头的阶段。此后，它只能做到和整个行业持平，它的成长率只能和国民经济的增长率相近。这种变化可能不是源于管理层退化。很多管理层精于开发相关或相近的产品，以掌握利用其相近领域的成长机会。不过他们很清楚，踏进不相干的业务范围根本没有任何特殊优势。因此，如果一家公司多年来在年轻的成长型行业中表现突出，但随着时间推移，其成长潜力耗竭殆尽，股票和我们常提的 15 个原则[1]严重脱节时，便应该卖出。

在这种情况下，与管理层退化相比，可以不必那么急迫地卖出。也许一部分持股可以保留到找到更合适的投资对象再脱手。但无论如何，这家公司都不应被视为有价值的投资对象。至于资本利得税，不管金额多高，应很少成为换股的障碍，因为新股未来几年的成长状况可能和旧股以前的表现一样好。

考虑到所期待的进一步成长，有一个好方法可以测试公司是否不再适合投资。投资者不妨问自己：不管这段时间发生了什么，在下一次经济周期的高峰到来时，这家公司的每股收益（必须考虑股利和股票拆分，但不考虑发行新股以筹措额外的奖金）和目前的水准相比，增幅是不是至少和上次已知的经济周期高峰到目前的水准的增幅一样大？如果答案是肯定的，也许应该持有这只股票。如果答案是否定的，或许应该卖出。

对于那些最初遵循正确原则买进股票的人来说，卖出股票的第三个理由很少出现，并且只有在投资者对其卖出根据非常有把握的情况

〔1〕 15 个原则是指费雪在《普通股和不普通的利润》一书中提出的“寻找优良普通股的 15 个原则”。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下才能卖出。这个理由源于投资良机千载难逢。从时机的角度看，投资良机很少在你持有资金时出现。如果投资者有一笔钱能够投资相当长的时间，并且几乎找不到吸引人的地方进行投资，那么有可能把部分或全部资金投入到他相信有确定成长前景、运营良好的公司。不过，与之后发现的一些似乎更有吸引力的公司相比，这些公司的年均增长率可能更低，已经持有的公司可能在其他一些重要的方面也缺乏吸引力。

如果迹象十分明显，而且投资者相当确信自己的观点的话，那么即使在支付了资本利得税之后，投资者把股票换成远景似乎更美好的股票，其回报仍可能很可观。长时间内年均增长率能达到12%的公司应能给持股者带来相当丰厚的经济回报，这种结果和年均增长率达到20%的公司比起来，值得额外的麻烦，也不必担心所涉及的资本利得税问题。

但是，对于随时准备卖出某只股票、希望把资金转入更好的股票的做法，忠告可能是必要的。在这种情形下，某些重要因素遭误判的风险永远存在。万一发生误判，换股的结果可能不如原先预期的那么好。相反，敏锐的投资者如果抱牢某只股票一段时间，通常会知道它的优劣。所以说，卖出相当令人满意的股票，转而买进更好的股票之前，有必要十分谨慎，设法准确评估整个形势中的所有因素。

在这一点上，眼光犀利的读者可能已经看出大体上似乎只有极少数成功的投资者才了解的一个基本投资原则：一旦某只股票选择恰当，并且历经时间的考验，则很难找到卖出的理由。然而，金融界持续产生大量的建议和评论，列举了各种卖出优秀普通股票的其他类型的理由，这些理由站得住脚吗？



最常见的理由是相信在可见的未来，整体股市即将出现一定幅度的下跌。由于担心整体股市的表现而推迟买进值得投资的股票，长期而言，这种做法将遭受很大的损失。这是因为投资者忽视了他有确定性知识的强大影响力，反而担心以人类知识的目前状况，他和其他每一个人大致上只能猜测的不那么强大的力量。我们不能因为害怕普通的熊市而过度影响购买具有吸引力的普通股，如果这一论点是正确的，那么不能因为害怕而卖出优秀股票就更有道理了。此外，投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正确卖出优秀股票的几率会由于资本利得税的因素而进一步降低。优秀的股票在持有若干年之后会带来巨大的利润，资本利得税将使得卖出优秀股票的成本显得更加突出。

还有一个代价更为高昂的理由，说明为什么投资者绝对不要因为可能发生的一个普通的熊市而卖出表现优异的股票。如果最初选择的股票是正确的，就能看到该股票在下一个牛市中创下远高于迄今所达价位的新高价。投资者如何知道何时应买进股票呢？理论上应该在即将出现的跌势之后，不过，这要以投资者知道跌势何时结束为前提。我看过很多投资者因为担心熊市即将来临，而抛售未来几年将有庞大涨幅的股票。往往熊市并未出现，股市一路上扬。熊市果真来临时，我很少看见投资者能在价格上涨到超过原先的卖价之前买回那些股票。通常股价实际上没跌那么多，他却还在苦苦等候股价跌得更深；或者，股价的确一路下挫，他们却因担心别的事情发生而没有买进。

这又带给我们另外一种很常用的推理方式，使得本意虽好却涉“市”未深的投资者在未来错过巨大的利润。这个论点就是：某只出色的股票价格被高估，因此应当卖出。还有什么比这种说法更有道理？要是一只股票的价格过高，为何不卖出，而要死抱不放？

在匆匆得出结论之前，让我们稍微看一下问题的深处。什么是价格被高估？我们到底想要什么？任何真正出色的股票，其市盈率（价格相对于当前每股收益的比率）会比获利能力稳定但获利能力无法提高的股票高。毕竟，分享持续增长的可能性值得我们付出一些东西。当我们说一只股票被高估时，可能表示关于预期的获利能力，该股票的价格高于我们认为它应该有的水平；也可能是指它的市盈率高于前景相似的其他公司股票，这些公司未来的盈余也有可能大幅提高。

这些说法都试图以不可能达到的精确度来衡量某些东西。投资者不能准确地确定特定公司在两年之后的每股收益，他至多只能用一般性和非数学式的词汇来判断这些事情，如“大致相同”、“略微上升”、“上升很多”或者“大幅上升”。其实，公司的高层管理人员也没办法做得比他们好很多。管理层和投资者在判断未来几年的平均收益是否会大幅上升方面相差无几，但是具体到增长多少，或者说什么时候出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现这种增长，通常必须在大量变量的基础上猜测，根本不可能预测得很准确。

在这些情况下，一个人怎么能判断成长异常迅速的优秀公司的股价过高？不要说他无法预测得很准，连勉强可以接受的准确度也难以达到。假设某只股票现在的市盈率不是通常的 25 倍，而是 35 倍。或许这家公司近期内将有新产品推出，但其真正的经济价值还未能被金融界了解，或许根本就没有任何这样的产品。如果成长率很高，再等 10 年，这家公司的规模将是当前的 4 倍，那么，该股票目前是否高估了 35％又有什么关系呢？真正要紧的是，不要放弃在未来会大幅度增值的股票。

我们的老朋友资本利得税再次出现在这些结论中。成长股被人认为价格高估而受到卖出的推荐，卖出时，持有人几乎都必须缴纳很高的资本利得税。因此，除了失去一家在未来几年继续带来更多不寻常利得的公司的股票，而且还必须承担可观的税赋。下定决心相信哪只股票的价格可能随时涨过头，是不是比较安全和省钱呢？投资那只股票，我们已有可观的利润。假使股价有一段时间跌得比目前的市价低 35％，真的有那么严重吗？同样，保住长久利益不是比暂时失去一小部分利润更重要吗？

投资者有时还用另一种与本该赚得的利润失之交臂的观点，这个观点是所有不当看法中最荒谬的一个。他们认为，手中所持的股票已有很大的涨幅。因此，单单因为股价已经上涨，大部分的上涨潜力可能已经耗尽，所以应该卖出，转而买进还没上涨的其他股票。我相信，投资者只应购买杰出公司的股票，而杰出的公司根本不会以这种方式运作。通过考虑下面这个假设的类比，或许说明起来更容易理解它们的运作方式。

假定今天是你大学毕业的日子。如果你没上过大学，不妨想成高中毕业那一天。就我们举例说明的目的而言这都无关紧要。现在假设这一天，班上每位男同学都急需用钱。每个人都向你提出相同的交易方式。如果你肯给他们一笔钱，金额相当于他们在毕业后一年内总收入的 10 倍，则在他们的余生，每年收入的 1/4 会交给你！最后我们假定，虽然你认为这种交易方式很棒，但你手上的余钱只够与三位同学达到此种交易。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此时，你的推理和投资者利用合理的投资原则选择普通股很相似。你立即开始分析你的同学，不是看他们有多么讨人喜欢，或者具备什么天赋，只是确定他们可能赚多少钱。如果班上同学很多，可能有相当一部分同学一开始就被排除，因为你对他们的了解不是很充分，无法判断出他们是否确实善于赚钱。这一点和明智的普通股购买很接近。

最后，你会选出未来赚钱能力最强的三位同学，你和他们达成了交易。十年过去了，其中一位同学的表现非常杰出。他在一家大公司工作，不断地得到晋升。公司的内部人员已经传出总裁非常欣赏他，并准备让他在十年之后接任的传言。那时他将拥有高额的薪水、股票期权和退休金。

在这种情况下，如果有人向你提供了六倍于原先投资的资金，希望买下你和这位同学之间的合约，那么极力主张卖出“涨过头”的超级好股、落袋为安的股市报道作者会怎么想？如果有人建议你卖出合约，转而与另外一位年收入仍然与十年前差不多的同学签约，那么你一定会认为他的智力出了问题。有人认为成功的同学已经难以继续发展，而(财务上)不成功的同学还有很大的发展空间，这种观点听上去是相当愚蠢的。如果你同样了解普通股，那么我们平时听到的许多关于卖出优秀股票的观点同样是愚蠢的。

或许你认为这些听起来确有道理，但毕竟同学不等同于普通股，没错，两者间有一个很大的不同点。但这个不同点只能强化，而非减弱“绝对不要因为价格涨幅过大，而且可能暂时过高，而卖出优秀普通股”的理由。这个不同点在于同学的寿命有限，可能很快死亡，而且他最后一定会死亡。普通股则没有类似的寿命限制。发行普通股的公司能全面地挑选管理人才，在公司的策略、方法和技术方面训练他们，以保留和传递公司的活力数代之久。看看杜邦公司。它已经迈进第二个世纪；道氏公司在才华洋溢的创始人去世多年后，依然屹立不倒。在目前这个人的欲望无穷且市场潜力惊人的时代，企业的增长是没有限度的，不像人类一样终究会寿终正寝。

本篇蕴含的思想或许可以用一句话来概括：如果当初买进普通股时，事情做得很正确，则卖出的时机是——几乎永远不会来到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者的三条成功之道[1]

查尔斯·D. 艾里斯(Charles D. Ellis)

查尔斯·艾里斯长期以来一直鼓励投资者确定并坚持真正的长期投资策略。这篇他1988年在多伦多对皇家俱乐部演讲的节选是另一次这样的呼吁。



你可以凭借三条途径获得好结果：一是在身体上费力，二是在智力上费力，三是在情感上费力。

沃伦·巴菲特、约翰·坦伯特、迪恩·李巴伦、沃伦·古德宁及许多其他人已经明确阐述了在智力上费力把握市场的方式。

在智力上费力从事投资的人对投资的真实本质有深入和透彻的理解，对未来看得更清楚，且采用长期的形式结果导致非凡成功。我们羡慕他们，但通常只是在回想时羡慕。在他们做出最佳(投资)行为时，我们视之为失误。我们不愿做他们正在做的事，因为这看起来非常没希望。

大部分群众沉迷于采用在身体上费力的方式来把握市场。如果你不能马上理解身体上费力，那么请看：他们早早来到办公室，待到很晚。他们更快速地阅读大量报道。他们参加更多的早餐会、更多的中餐会和更多的晚餐会。他们始终在通电话，比其他所有人拨出和接到更多的电话。晚上他们拎着巨大的公文包回家，决心为了超前在明天之前阅读更多的报道。他们用每种可能的方式将巨大的身体上的精力投入到通过比竞争者快一步来把握市场。他们没有认识到的也是



〔1〕经作者允许，选自1988 speech to the Empire Clut in Toronto。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几乎其他每个人没认识到的。

我没有能力在智力上费力，又不情愿在身体上费力，所以我已经开始着力采用情感上费力的途径。这种途径就是设计出确实适合你的特定环境的长期投资策略，且考虑资本市场的历史。该策略是实际的，实施之，并——以下是有关情感上费力的部分——坚持。

当你的朋友们找到你说："哇！我给你找到一个机会！现在是购买的绝佳时机！"你要无动于衷。当他们找到你说："噢！天哪，要来的已经来了！股市将要崩盘成为地狱。趁你现在还有可能，赶紧退出！"你必须要做的仅仅是不要被打动，似乎完全睡着了。无需在智力上费力，无需在身体上费力。不过对大多数人而言，在情感上费力太过艰难。它对我很适合。它不需要大的智慧，不需要好体力，但它管用。

耐心的价值[1]

詹姆斯·H. 吉普森(James H. Gipson)

詹姆斯·吉普森创办了一家成功的投资管理公司，并用坦白、直率的语言写了一本有关投资的书——《打赢投资游戏》。这篇节选宣扬耐心的价值，选自"投资的美德"一章。



耐心是一种在投资者中分布得很奇怪的美德。年轻投资者有足够的时间来享受耐心投资的长期收益，但他们通常是最没耐心的。他们想要即时的满足和立刻的结果。他们希望马上拥有一切，包括即时的投资业绩。拥有股票的年轻投资者可能会每天或每小时都查看其价格，即便他们并非活跃地买进或售出。

[1] 经允许，选自：*Winning the Investment Game* (1984), Chapter 10, pp. 155－157。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年老的投资者剩下的时间不多，实际上不可能享受到耐心投资的长期收益。他们的生命正进入暮年，然而他们投资却好像有无数个明天。年老的投资者往往是耐心的投资者，尽管其耐心明显缺乏回报。

对于年轻者和年老者，气质在投资中所起的作用比多数人承认的要大。年轻人做事和社交都急匆匆地，往往也迫不及待地想看到投资结果。年老者在其生活的大多数方面都很耐心，往往也会在投资中有耐心。

对于能够克服其气质并选择更可能使其致富的理性方式的任何年龄的投资者，有许多关于选择耐心的有力证据。

仅仅根据投资活动自身的性质，耐心也是必需的。对于一两年的短期而言，运气可能比技巧更重要。类似于物理学上的布朗运动，有很大的随机因素。在短期投资中，股价的随机运动相比技巧和策略是盈亏的更重要的决定因素。只有在长达三五年的时期中，股价的随机运动会彼此抵消，盈亏是投资者智力和勤奋的最终结果……

耐心使一个投资者的注意力集中于货币在长期中复利增长的目标上。即使复利的利率很低，复利也可能是不可思议的。货币以7%的年利率复利增长的投资者实际上10年就可得本金的2倍，40年可得本金的16倍。如果在过去的350年里以24美元出售曼哈顿的印第安人及其后代成功地以税后7%的利率使其货币复利增长，他们今天将会有大约300亿美元。

300亿美元说明的不仅仅是复利计算(即便在回报率适中的情况下)的神奇之处。完全不靠集资，私人资本要经过漫长的岁月才能达到300亿美元说明货币在长期中复利增长是格外困难的壮举。即使投资者一两代人足以能够集聚资金并凭复利增长达到相当多的资产，其某个后代可能散尽或赔光它。

复利增长的致命敌人是赔光。利率丰厚的终身性复利可能在一次失败的投资决策中赔光。投资者有可能做出那种决策，该投资者的后代之一也有可能。降低赔光的几率和提高复利率是本文的两个目的。

耐心不仅有将投资者的注意力集中于货币在长期中复利增长的目标上并避免赔光的长期好处，耐心同样也能帮助控制短期经纪人佣



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金成本。有耐心的投资者不大可能频繁地买进和卖出，这样就省下了不动产交易经纪人收取的6%的费用或普通的证券交易所经纪人为卖出一只股票并购买另一只的一次惯常周转所收的大约3%～4%的费用(贴现经纪人收取的费用少得多，股票持有人总得用到一个经纪人)。3%～6%的费用收取相比投资者的本金可能很少，但相比每年的收入和所得红利却是高的。例如，如果一个没有耐心的股票持有人每年赚取10%的红利，且每两年周转其投资组合，每周转一次的平均成本是3%，那么他每年红利的60%到了他的经纪人手里！每年年末，投资者应当在加总他们净利润的同时加总他们经纪人的佣金，然后比较这两个数字，看看是他们还是他们的经纪人从投资中得到了大部分的钱。

人类的弱点[1]

乔治·罗斯·古拜(George Ross Goobey)

乔治·罗斯·古拜，一个引人注目的人，一个吸引人的演说家和小说家，经常受邀与其他人分享自己作为英国过去半个世纪最成功的投资者之一所得到的经验教训。这里，他反对人们成为成见和偏爱的俘虏。



有一个古老的、但我认为是误导性的谚语："若你一直赢利，你将永远不会亏本。"作为一个长期投资者，我发现保留赚钱的股票并卖掉亏本的股票会更加赚钱。

我真正要说的是，在考虑某人是否应该卖掉一项投资时，最好忽

[1] 经作者允许，选自作者1963年一篇未出版的论文。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

略所付的价格并尽力判断该公司的未来，因为你自己的一项投资的最初成本不管怎样无关紧要。然而很可惜，出于人类的本性，成本因素似乎是最重要的因素，人们更情愿在一项投资高出所付的成本价时卖掉它，而不是相反。

人们经常要我建议当必须筹款时，应当卖掉哪个证券或投资组合中的哪些证券。很明显，询问者自己的想法是卖掉“保持赢利”的一只或几只股票，完全无视特定公司未来的投资前景。我记得有一个询问者明显急于卖掉他最好的股票，因为相比他付出的成本，它们保持赢利。我对他说：“你若是用一根大头针[1]去做决定，就会得到一个更好的结果。”如果他从一个正确的角度去思考他的问题，也就是说要“瞻前投机”，而非“顾后投机”，他会发现在大多数情况下他会决定出售那些根据他所付的成本保持亏本的股票。当我一次又一次面对一个投资组合，我发现大多数是相当合理的股份，但在清单的最后总有一些没有价值的股票。在询问时，人们通常解释尽管自己经常得到建议这些股票的未来是危险的，他却难以以低于自己所付的价钱亏本卖掉它们，结果是它们最终变得完全没有价值。

还有一类更加敏锐的投资者，当一只股票的价格跌到低于他最初购买时的价格时，他就买进——这被称为“扯平价格”。这是一种人类的自负，即不能承认最初购买就是错的，因而认为以一个更便宜的价格购买更多的股票一定是更好的投资。



在变化的威胁之下[2]

阿瑟·杰科尔（Arthur Zeikel）

阿瑟·杰科尔，美林资产管理公司总裁，权威教科书《投资分析和组合管理》的作者之一。他是投资场上富有思想的观察家。

---

〔1〕取义来自于“Angels on a pin”，见《普通股戒律》的脚注。——译者注

〔2〕选自 *The Financial Analysts Journal*, Vol. 31, No. 6, November/December 1975, 3—7. Charlottesville, Virginia: Association for Investment Management and Research.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"为什么我们中的许多人很多时候会犯错?"在这里,他告诉了我们答案。



为什么我们中的许多人很多时候会犯错？当然,一个原因是我们对变化的适应力很差。我们更多是从情感上的原因而非逻辑上的原因出发,倾向于将我们的期望建立于现状之上,而频频发生的是我们的期望落空。约翰·梅纳德·凯恩斯这样表述:"在某种不相称的意义上,当前形势的事实影响了我们长远期望的形成。我们通常的做法是接受现状并将其投射于未来,这一未来仅仅被修饰到我们或多或少有明确理由去期待变化的程度。"

我们常常变得过分维护自己的判断,并以此来解决问题。不是因为这些判断是正确的,甚或可能是正确的,而是因为它们是我们自己的判断。这又转而导致我们不愿姑且接受新的信息,不论其是真是假。有时,这些新信息确实很有价值,但我们不愿虚心地考虑新信息使得我们很难发现我们旧的操作前提的缺陷。相反,我们倾向于对新发展做出"防御性"解释。这使我们丧失了对未来做出好的判断的能力。

投资者、组合经理及其他此类人员得对付比常见问题更多的问题。一则他们被迫不断地应对变化。他们的基本任务是,或应该是,对未来建立一个准确的概念——一个充满不确定性的任务。二则是在任何时间都可以获得的无数观点——通常来自于可靠的信息源——必然包含接受一些过时的观点……

我们大多数人对于变化有一种近乎天然的、本能的抗拒。我们感觉处理过去确定的事情比思量未来未知的事情更自在,不管过去的事有多么不令人愉悦。甚至我们会尽量保持现状,能有多久就有多久。因此,我们对变化的基本回应是反应性的,而不是期待性的。在我们愿意回应之前,某些事必须先行发生。这就是为什么像彼得·伯恩斯坦最近解释的那样:"单一的事件可能会促使投资者打消优柔寡断的心态并且行动起来——但是基础背景必须是人们在寻找积极行动的理由。"汉弗莱·尼尔(Humphrey Neill)表述为:"突发事件迅速使观点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具体化。”

相比坏的决策，优柔寡断可能让投资者付出更大的代价。要让那些对他们的信息进行仔细分析后得出结论的人轻易或很快改变他们的主意是很难的。因此，正如克劳德·罗森伯格所说的那样：“……最大限度地支持最初的判断，即使在它们被证实是错误的以后。”我们总是太固执己见，而非保持一个自由、开放的头脑，因而不能接受与我们的期待相反的对信息的解释。

人们的反应反映了他们的不安全感和自我保护的愿望。比如，对于错误的恐惧影响了人们对新信息的反应方式。我们不得不学习如何更优雅地犯错和把判断错误、尤其是预测时的判断错误当作平常事——事实上这是不可避免的。只有这样，我们对现实变化的态度才是更妥当的。我们与其去实践“人类将错误合理化的倾向”，不如做到更能够接受变化，因为它是“事件进程和我们的期待之间的不一致，或我们的希望和恐惧之间的不一致”。我们不得不认识到并且接受，变化不是针对我们在现状下所作个人投资的含蓄性批评，而是现实无法规避的一部分。另一方面，它通常需要一些新的思考或一个新的反应。

诚然，我们大多数人宁愿对一个新观点做出反应而不是创立一个新观点。为了应付这一问题，托马斯·库恩（Thomas Kuhn）在《科学革命的结构》一书中准确地指出：“早期接受新规范的人必然是不管解决问题的证据如何而这样做的。也就是说，虽然他只知道旧范式在一些问题上已经失败了，他必须坚信新规范在其所面临的许多重大问题上会成功。只能靠信念得出这种判断。”

许多投资者从有一些小钱到赤贫，就是因为不能认识到最初的损失不仅是最好的，而且通常是最小的。他们必须学会避免对他们过去糟糕判断的防御性合理化。当情况改变时，他们就要改变。要认识这一点，最好是通过承认错误和改变，而不是与现实抗争直到传统观点与新观点结合，并将旧观点一扫而去。一个好的实践规则是：一旦一种期待被接受并被认为当然，其合理性应当更多地被质疑，因为环境的变化比通常认为的要快。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前 25 年所犯的错误[1]

沃伦·E. 巴菲特(Warren E. Buffett)

我们这个选集选用了沃伦·巴菲特的两篇文章，主要是因为其中有许多值得一说的东西，而且他还说得如此精妙。这里，在1989年报告中，他分享了自己作为伯克希尔·哈撒韦(Berkshire Hathaway)公司主要的、控制性的股东在第一次25年中所获得的教训。



套用罗伯特·本奇利(Robert Benchley)[2]的话："让一只狗教小孩子忠诚、坚韧，并在躺下之前滚三圈。"这就是经验的坏处。不过无论如何，在犯新错误之前，最好能够先反省一下以前的错误，所以让我们对过去25年做一个快速的回顾。

我的第一个错误，当然就是买下伯克希尔的控制权，虽然我很清楚该公司的业务——纺织制造——没什么前景，却因为价格便宜而受诱惑买下了它。虽然在我的早期生涯，买入这样的股票回报尚可，但是直到1965年投资伯克希尔后，我开始明白这种策略并不理想。

如果你以极低的价格买进一只股票，通常这家公司的价值会有所波动，使你有机会以不错的获利脱手，虽然这家公司的长期表现可能很糟糕，我称之为"雪茄屁股"投资法：街头发现的仅可再吸一口的雪茄烟头，可能冒不了多少烟，但是这种"买廉价货"的方式却使那一口烟成为纯利。

不过，除非你是清算专家，否则用这种方式买公司是愚蠢的。第

[1] 经作者允许，节选自"Chairman's Letter"，Berkshire Hathaway，Inc. 1989 Annual Report。
[2] 美国滑稽演员、幽默作家。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一，原来“划算”的价格最终可能并不划算。在一家困顿的企业中，一个问题还没解决，另一个又冒了出来——厨房里绝对不会只有一只蟑螂。第二，任何你所获得的最初优势很快会被这家公司的低回报率所侵蚀。例如，你用 800 万美元买下一家出售价格或清算价值为1 000万美元的公司，若你能马上把这家公司出售或清算，你可以赚取很高的回报。但若这家公司在 10 年后以1 000万美元的价格卖掉，而在这期间，它只能挣得并派发相当于投资成本很少几个百分点的股利，那么这项投资就让人大失所望。时间是优秀公司的朋友，却是平庸公司的敌人。

或许你认为这个原则太平淡无奇了，可这是我却不得不历经艰辛才得以领会的，事实上，我不得不学习好几次。买下伯克希尔不久，我通过一家后来并入伯克希尔的多元零售(Diversified Retailing)公司买了巴尔的摩的一家百货商店——霍士柴尔德·科恩(Hochschild Kohn)。我以低于账面价值相当大的折扣价买入，其人员配备是一流的，而且该交易还有一些额外的利益——未入账的不动产价值和大量的先进后出(LIFO) 库存。我怎么能错过? 哦! 三年后我幸运地以买入价左右的价格将这家公司脱手。在我们公司结束了与霍士柴尔德·科恩公司的“婚姻”后。我的追念，就像乡村歌曲中的丈夫所唱的那样：“我的老婆跟我最好的朋友跑了，然而我还是非常挂念他!”

我可以给大家举出更多我自己“买便宜货”的愚蠢行为，但是我相信你早已了解：以一般的价格买下一家非同寻常的公司要比用非同寻常的价格买下一家一般的公司好得多……我是一个迟钝的学生。不过，现在我们买入公司或普通股时，会寻找配备一流管理层的一流公司。

这正好引入了一个相关的教训：好骑师也要配备骏马而非驽马才能有上佳表现。伯克希尔纺织与霍士柴尔德·科恩都有德才兼备的人在运作。若同样的管理层受雇于具有良好经济特质的公司，将会取得优异的成绩。然而，他们在流沙中奔跑是永远无法前进的。

我曾说过好几次，当一个以卓越才智闻名的经理人对付一家以糟糕的经济状况闻名的企业后，纹丝不变的是这家公司的名声。要是我



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过去没有那么充沛的精力去创造这些例子该多好。我的行为正如梅伊·韦斯特(Mae West)[1]所承认的那样："我是白雪公主，但我四处飘荡。"

另外一个相关的教训是：慢慢来。在经历25年买入与经营大量不同企业的岁月之后，我还是没能学会如何去解决企业顽症。我们学会的是如何避开它们。在这种程度上，我们能够成功，不是因为我们拥有越过7英尺跳栏的能力，而是因为我们集中精力去寻找自己可以迈过的1英尺的跳栏。

这项发现可能看起来不公平，但是不管是在企业经营或是投资领域，通常做轻松明了的事比解决难题更有利可图。有时，难题必须要解决，就像我们开始经营《水牛城星期日报》的案例一样。还有些时候，一家卓越的公司一度遇到可以解决的大问题时，会出现难得的投资机遇，正如多年前美国运通公司(American Express)和政府雇员保险公司(GEICO)的案例那样[2]。不过总而言之，我们做得更好不是屠龙，而是躲避它们。

我最惊人的发现是：有一种看不到的力量对企业起着举足轻重的影响，我们可以称之为"习惯性规则"。在商学院时，没有人告诉我这种规则的存在，而我也不是一进入商界就能直观地理解它。我以为任何正当、聪明、有经验的管理者都会自动做出理性的商业决策，但是随着时间的推移，我发现事实不是这样。相反，当习惯性规则起作用时，理性常会萎缩。

举例来说：(1)就好像是受牛顿第一运动定律的控制，一项习惯都会抵制对现有方向的任何改变；(2)就像工作会膨胀到填满所有可利用的时间，企业的项目或购并最终会吸尽所有可利用的资金；(3)任何领导想做的事，不管有多荒谬，下属们都会迅速拿出详细的回报率和战略研究来支持它；(4)同业的举动，不管是做扩张、购并或是确定经理人报酬或者其他什么事情等都会被不假思索地模仿。

是习惯的力量而非腐败或愚蠢，引导公司走上这些路子，而这种

[1] 美国性感女影星。——译者注
[2] 巴菲特在经营《水牛城星期日报》、美国运通和政府雇员保险公司时，都成功地扭亏为盈。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引导几乎都是误导。在我因为忽视了这种规则的力量而犯下许多代价高昂的错误之后，我便尽可能用减少其影响的方式组织和管理伯克希尔……

在犯下其他几个错误之后，我学会只与我所欣赏、信任和尊崇的人合作。就像我之前曾提到的，这种策略本身不会保证成功，二流的纺织工厂或是百货公司不会只因为管理人员是那种你愿意自己女儿嫁给他的人就蒸蒸日上。然而，公司的所有人——或是投资人——如果能做到与那些待在具有良好经济特质的公司的人合作，就能成就奇迹。相反，我们不希望与那些缺乏值得尊重的品格的管理者为伍，无论他们企业的前景有多么吸引人，我们从没有与一个坏人成功地做一单好生意。

我的一些最糟糕的错误是公众所没有看到的。那就是有一些股票或者公司，我很明白购买它们的优点，然而我没有购买。错失一些个人能力之外的大好机会当然不是什么罪过，但是我却白白错过一些轻易送上门且完全在我理解范围内的大买卖，对于伯克希尔的股东，当然包括我自己本身在内，这种只能吮吸拇指的损失是难以估计的。

我们一贯保守财务政策看似是一种错误，不过我个人并不认为如此。回想起来，很明显，在伯克希尔我们只要有显著更高的负债经营率（尽管还是保守），就会得到远比现在实际每年平均 23.8%还要高的股本报酬率。即使是在 1965 年，我们大概也能够判断，更高的经营负债率有 99%的几率只带来好处。相应地，我们也看到只有 1%的几率，在某种内部或外部突发因素的作用下，常规的负债率引发了介于暂时痛苦和拖欠债务之间的某种后果。

我们不会想要有那种 99 比 1 的赔率，永远都不会。在我们看来，一次痛苦和耻辱的小机会不能用一次超额回报的大机会来抵消。只要你的行为合理，你就一定能够得到好的结果；在大部分类似情形下，负债经营会让形势发展得更快……但我从来都不会太着急，我享受过程甚于结果，虽然我们也已经学会去承受结果。我希望再一个 25 年后还能向各位报告前 50 年所犯的错误，如果我在 2015 年做这个年报，大家可以期待这一部分将占据更多的版面。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你、市场先生和投资成功[1]

沃伦·E. 巴菲特(Warren E. Buffett)

巴菲特在其早期生涯曾师从于本·格雷厄姆(Ben Graham)并与他一起工作,他对格雷厄姆的感情从这篇节选自1987年伯克希尔·哈撒韦年报的文章中可以再次看到。



每当我和查理为伯克希尔旗下的保险公司购买普通股的时候,我们像买进一家私人企业那样处理这项交易。我们着眼于企业的经济前景、负责运作的人,以及我们必须付出的价格。我们不考虑出售的时间或价格。事实上,只要我们预期该公司的内在价值(实值)能以一个令人满意的比率增长,我们愿意无限期地持有一只股票。在投资时,我们将自己视作企业分析者——而不是市场分析者、宏观经济分析者,甚或证券分析者。

我们的方法使交易活跃的市场更有效率,因为它会周期性地出现令人垂涎的机会。但市场绝不是必需的:我们所持的证券长期停止交易,就像不知道世界百科全书(World Book)和费切海默兄弟公司(Fechheimer Brothers Co.)[2]的每日报价一样,并不会令我们困扰。最终,我们的经济命运将取决于我们拥有的企业的经济命运,不管我们拥有的是其部分所有权还是全部所有权。

我的良师益友本·格雷厄姆很久以前就曾描述过他对市场波动的心态,我相信这对于投资成功极有裨益。他说,你应该想象市场报

〔1〕 经作者允许,节选自"Chairman's Letter",Berkshire Hathaway,Inc. 1987 Annual Report。
〔2〕 伯克希尔旗下的子公司。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价来自于一位名叫市场先生的朋友，他非常随和，是你私人企业的合伙人。市场先生每天必定会来，报出一个价码要买下你的股权或者把他的股权卖给你。

即使你们俩拥有的企业可能具有稳定的经济特质，市场先生的报价也不会稳定。说起来令人伤心，因为这个可怜的朋友患有无法治愈的精神疾病。有时，他感觉兴奋，只看到影响企业的有利因素。处于这种情绪中时，他会开出一个极高的买卖价格，因为他害怕你会争购他的股权，抢走他将要到手的利润。另一些时候，他情绪低落，只看到企业乃至世界的前路困难重重。在这种情形下，他会开出一个极低的价格，因为他唯恐你会将你的股权倾销给他。

市场先生还有另一个讨人喜欢的特征：他从不介意无人理会。如果你今天对他的报价不感兴趣，那么明天他会再来开一个新的价码，你对交易完全有选择的自由。在这种状况下，他的行为越狂躁或者越抑郁，则对你越有利。

但是，就像舞会上的灰姑娘，你无比留意午夜的钟声，否则一切都会变回南瓜和老鼠：市场先生会在那里伺候你，而不是指导你。你会发现有利用价值的是他的钱袋而不是他的智慧。如果某天他表现得愚不可及，你可以选择视而不见或利用他；但若你受他影响，那会招来大祸。事实上，如果你不能确定你对于你公司的理解和估计能力远在市场先生之上，那你就不该玩这场游戏，就像人们在玩扑克[1]时所说的那样："如果你已经玩了这个游戏 30 分钟，却还不知道谁是替罪羊，那么你就是替罪羊。"

在当今的投资世界中，大多数专家和学者谈论的是有效市场、动态套期保值和 β 值，本的市场先生寓言可能看起来过时了。难以理解他们会对这些问题感兴趣，因为罩着神秘面纱的投资技巧显然对投资建议的提供者有利。毕竟，有多少庸医仅凭建议"吃两片阿司匹林"就名利双收啊！

对于投资建议的消费者来说，市场秘籍的价值又是另一回事了。以我的观点，晦涩难懂的公式、计算机程序或者股票和市场的价格动态所传递的信号，不会带来投资成功。相反，一个投资者若有能力将

〔1〕 应该是指捉(杀)人游戏。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其思想和行为隔绝于萦绕市场的极具感染力的情绪，并与良好的企业判断相结合，那他将会成功。在我自己保持隔绝的努力中，我已经发现将本的市场先生概念铭记在心令人受益匪浅。

投资分散化[1]

杰拉尔德·M. 勒伯(Gerald M. Loeb)

杰拉尔德·勒伯多年来是华尔街最受欢迎的观察家之一，他的著作《投资存亡战》是一本多年来备受读者喜爱的书。这是一篇节选——像勒伯一贯的风格那样简洁、直率。



我认为大部分的投资账户中有太多错误的分散化投资，正确的不多。我完全看不出在石油股、汽车股、铁路股等上面分配如此高的投资比例有什么道理；我也看不出从品质角度分配如此多的资金于“政府”……一直到所谓的非常糟糕的、投机性的、不分红的普通股有什么道理。对巨额资金做一些地域上的分散化可能是有道理的。

当资本达到一个难以控制的总数时，或者凭借智慧已经无法监督时，这种分散化操作是必要的。否则，在资本不够多时进行分散化就相当于承认自己不知道怎样做，且只能努力去达到平均水平。

管理资本既聪明又安全的方法是集中。如果情况不明朗，那么什么也不要做。一旦发生了某些情况，最大限度地密切关注，接受随后的进展所带来的秩序。如果它不值得最大限度地密切关注，那么，它就完全不值得密切关注。当然，我的观点就是始终从持有一大笔现金储备开始，接着开始少量地投资于一只股票。如果该公司没有成长，就抛出股票持有现金。但是，如果公司的成长符合预期，那么，应在上

[1] 经允许，选自：Gerald M. Loeb, *The Battle for Investment Survival* (Burlington, Vermont, 1935—1937, 1943, 1952—1957, 1965)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

升的市场上就这只股票上扩大你的头寸。在股价牢靠地高于你的最高买入价之后，而不是在此之前，你可以考虑下一只股票。

将所有鸡蛋放在一个篮子里，并且看好篮子是最为安全的。仅仅因为你无法承受疏忽或错误的代价，你的行动便会更加深思熟虑。当然，一个有理性的人对于任何证券的买入量绝不会高于市场的认购量，如果他还想卖的话。实践检验会使投资者成为其证券市场上的领头羊。一个聪明的证券交易人也不会将所有的资本投入到糟糕的担保品上。

早年间，当经纪人的贷款量极其高时，银行通常通过其贷款构成来迅速了解经纪人的资金状况。如果担保品都由大的活跃的领头羊股票构成，银行的评价就高。但是，如果担保品由新的、未经检验的特别品种组成，那么银行的评价就是"某某人正在查他的箱底"。为什么要买你的经纪人在资金允许的情况下试图"藏在箱底"的那些证券呢？分散化对于那些不介意从各式各样的上市证券中投机一些"拙劣"品种的人是一种安慰剂，他们指望绩效好的品种能拉它一把，以达到良好的平均业绩。

因此，只买主要的证券产品，它们"不在降价促销之列"。我现在正琢磨男装，各种花哨的领结、套装、衬衫在当季的早期会以超常的加价售出，在季末才回到其真实的价值；但某些式样保守的单色的领结、白衬衫、纯蓝和纯灰的套装实际上总不在降价促销之列。证券也一样，重点在于只交易那些由于其性质和销量而有一定剩余利润的证券。注意在"分散化"过程中不要买那些市场发行面窄的、临时性的各式各样的股票，因为其之所以这样发行是为了某些特别利益。

当然，我们不得不一直记住："萝卜青菜，各有所爱。"但我可以说，对于有能力的人，将所有鸡蛋放在一个篮子里且看好篮子最为安全。新手和那些只是发现投资努力不成功的人，必须求助于传统的分散化投资。

我总是觉得，一只股票越不活跃，市场越遥远，我就需要它能让我看到越大的盈利潜力，证明它值得买入。如果有人发现纽约证券交易所一只活跃的领头羊股票具有100%的潜在利润，他可以期望在地方交易所、场外交易市场或海外市场获利更高的收益，这是一个重要的、



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

符合逻辑的原则。

当今，分散化投资的另一个动机是惧怕原子弹爆炸及其对财产的可能影响。由于这种恐惧，投资者们寄希望于地域上的分散化，然而在更多的正常时间里，纯粹的获利动机导致集中化投资。一个投资者是否觉得努力避免爆炸的影响比力图寻求投资收益最大化更重要，这纯粹是个人的事情。

有一种更进一步的分散化我从来没看到有人提及，但考虑它是很重要的。这种分散化即是在处于其不同行业周期的不同公司上的头寸分散化，或者是在处于不同市场价格周期的不同公司的股份间的分散化。之所以说考虑这一点非常重要，是因为将资金分散在三四个不同情形但它们恰好都处于其周期的同一阶段往往是令人沮丧的和危险的。毕竟，最终决定投资成败的是市场价格。例如，处于繁荣期最后阶段的行业，其收益和红利迅速增长，有拆分股票的可能，经常提供高价的股票但显然会迅速上涨。对于一个知道自己在做什么的投资者来说，尤其是为了获取短期利益，在这种情形下买进股票是一个合理的判断。一个投资者买入这类股票时知道自己在做什么，而且为了短期收益是合理的，但如果他把所有资金都投在三四种这类情形中，那是相当危险的。选择另一个路径，人们都自然地寻求折价的便宜货，但通常这类股票待在底部的时间比我们预期的要长很多。如果我们拥有的每只股票都处于这种情形，我们会在一个相对较好的市场中做得非常差。

投资策略[1]

巴顿 · M. 比格斯(Barton M. Biggs)[2]

巴顿 · M. 比格斯的同行认可度达到了罕见的水平。一提起他

〔1〕 经允许，选自 Morgan Stanley & Co. Letterhead, New York, January 25, 1977。

〔2〕 巴顿 · M. 比格斯多次被《投资机构者》杂志评为“美国第一投资策略师”。在摩根士丹利工作 30 年，曾任该公司首席战略官。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的名就知道是谁：在东京、伦敦、纽约和旧金山的投资专业人士的交谈中，他仅被称作“巴顿”。



我相信一个投资经理在管理货币 10 或 15 年之后，他的专业知识和商业世界知识已经完备。在此期间，他读了大约 10 万份研究报告，并且听过的“故事”也不少于此。他已经积累了常规的市场知识并拥有基本够用的行业运行知识。他曾经赢过，也曾被打得鼻孔流血，他的后背因为来回拉锯而永久扭曲，他得到了从市场旗杆无数次上升和下降中所能得到的不同利益。

换句话说，在此期间，他获得了对以后发展有深远影响的知识和经验，并成为投资行业一个经验丰富的老手。再读 10 万份研究报告，再参加成千上万的分析会议，增加一些挫折和损伤，也仅仅是支持性投入——他们只能保持现状，无法再深化知觉，无法再提高执行能力。正如爱挖苦人的老萧伯纳（George Bernard Shaw）所言：“人们的聪明才智不是与他们的经验而是与他们利用经验的能力成正比。”

我们都知道在一家投资机构中，沟通是极其重要的，这不仅是因为投资经理从不同的来源接收到不同的信息，而且也是因为如奥利弗·温德尔·霍姆斯（Oliver Wendell Holmes）[1]所说：“许多想法从其产生者传递到另一个人的头脑中会变得更妙。”……

货币经理不得不要全力应对的一个组织问题是每天铺天盖地涌来的大量阅读材料。对于已经读过 10 万份报告且知道主要行业关键变量的投资老手，他们阅读又一份有关造纸业结构的长篇报告时提取不出什么信息，除非该报告有一些新的见识。问题在于，除非阅读或者至少是浏览该报告，要找到那些新的见识别无他途。换句话说，后两个季度的赢利情况如何，你必须得吸收“陈芝麻烂谷子”类的信息，因为你需要知道预期是什么。



〔1〕 霍姆斯（1841～1935 年），美国现代实用主义法学的创始人，以“大反对家”而著称。1902 年，西奥多·罗斯福总统任命他为美国最高法院陪审法官。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资经理的另一个问题是倾向于成为一个强迫性阅读者。如果说读完一堆报告和公告本身就算完成了工作，那当然是荒谬的。我想我们应该认识到在一项没有办法衡量人们劳动力消耗的工作中，人们的自然反应是将任何实际完成的工作作为标志。那么，读完一堆报告也算完成了一些工作。问题在于这些工作也许毫无裨益。显然，重要的事情在于你要从阅读中有所得。

由此产生的一个必然结果是我养成了一个坏习惯。我心里盘算着先快速地看一遍"陈芝麻烂谷子"的废话，然后聚焦于那些重量级的材料，便倾向于将我觉得真正需要认真阅读的报告和文章先放在一边。不幸的是，阅读那些"陈芝麻烂谷子"的材料所花的时间比应该花的时间要长，因此有用的报告被我放在公文包带来带去大约一周之久，原因仅仅是因为我没有时间专门来看。换句话说，我处理了一些垃圾，却没有阅读有用的报告。

我相信解决这些问题的唯一答案是训练自己不受强迫，你不必看每一份送给你的研究报告。抛弃那些垃圾，不理会"陈芝麻烂谷子"。取而代之的是你仔细地阅读更少量的有用材料并加以思考，情况会好得多。花费必要的时间彻底理解这份分析报告在说什么。我想听起来容易做起来难，但它指出了一条我们必须采用的戒律。

有关股市技巧的反向意见[1]

爱德华·C. 约翰逊二世(Edward C. Johnson, Ⅱ)

约翰逊先生——或更正式地称为爱德华·C. 约翰逊二世——致力于富达(Fidelity)基金事业。20世纪早期掌权时，其所管理的资产不到500万美元，如今其资产已超过3 000亿美元。约翰逊先生的投资方法很随便，甚至到了看似乱七八糟的程度，且非常古

〔1〕 选自：a transcript of the First Annual Contrary Opinion Foliage Forum(Manchester, Vermont, 1963)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怪：他对很多事情都甚为了解，并对其很感兴趣。



首先，我们从挣钱的角度来探讨投资问题。我们对繁复的概念和理论不感兴趣，我们感兴趣的是确实有用的东西。你可以称我们为讲求以经验为依据的实用主义者。冗长乏味的话几乎对于任何人来说都难以忍受，但我希望这些话能够传递一个大概的意思。我们都坚信对现在的分析，这几乎算是我们的信仰。而过去是死的，我们能够从中吸取教训，并试图不要沉迷于我们可能已经取得的“背后的”成功。未来是一个梦，它只是一种可能。如果你开始思考这个问题，现在(我现在像一个禅宗佛教徒那样说话)，事实上，任何人唯一能够实际使用的就是现在。许多人穷其一生提前考虑未来以至于几乎忘记了现在。现在你对未来做不了什么。你不能爱它，也不能品尝它，你只能梦想它。这是我们实际的方法，我们不试图去预测。我们不能从事一个月后的股票买卖，我们只能从事今天的股票买卖。我们了解今天要做什么就已经足够了。

然而，我们试图使用的现在不是静止的，它是动态的，充满变数。对于这种动态和变数的分析才是十分重要的。采用这种方式正确地分析现在就是……利用未来，摒弃成功预测带来的孤注一掷的可能性。

我们从两个角度探讨实际投资问题，第一个角度是所谓的基础研究。让我们看看反向意见本身。我昨天晚上考虑到这一问题，开始奇怪什么会导致反向意见有用，以及我们对哪种类型的反向意见感兴趣。例如：太阳明天会升起。我料想普遍观点是太阳明天会升起，显然这不是一个我们想反对的观点。有关天气的观点也一样。为什么？因为观点本身不会对事实产生影响。太阳明天会升起这个普遍观点当然不会对太阳的升起产生什么影响，有关天气状况的观点也不会对天气本身产生什么影响。所以难道我们不可以说检验反向观点的有用性取决于观点影响所考虑事实的程度吗？例如，与太阳和天气对照，让我们看看股市。显然，有关股市涨跌的普遍观点会对股市行为本身产生深远的影响。大家的观点越一致，所谓价格的反转效应将会



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越强……

下面我将讨论反向意见的一个相当微妙的应用。让我们看看一类称为情感卷人的现象。情感卷人这一现象相当常见——它经常以很多种形式发生。例如，一个分析师对他考察过的公司产生情感卷人，一个心理医生对他的病人产生情感卷人，两性之间会互相产生情感卷人。这些现象是我们能想到的。当我们发现一个分析师产生情感卷人，你通过他讨论一家公司时的语气和表情可以大致发现情感卷人发生了。我们绝不能听任情感卷人诱发出人的内在天性——忠诚和信任，因为我们从事行业的本质要求我们必须遵循“爱她们然后离开她们”的原则。

当麻烦隐隐出现在一家公司面前时，一个人的天赋本能是什么？你可能想通过奋不顾身并和管理层共渡难关来处理与解决困难。但不幸的是，这不是我们的事，我们应该将美元投资于效益最高的媒介。经营有关公司的人当然会与公司同甘共苦，但我们必须一直问自己：是否存在其他“更茂盛的牧场”？我们能够变换行业，而在具体行业中从业的人员却无法做到这一点。正是因为这一点使得我们这一行非常不合常情，奇怪的是，这一行也非常令人惬意。我们这个行业如此富有魅力却很难留住最优秀的人才，因为在证券行业总的来说很少有人能一直获利丰厚，而全世界都觊觎他们这些人才。我想投资事业本身的魅力和普遍性是留住人才的因素之一。股市代表了任何人曾经希望过、恐惧过、憎恨过、热爱过的一切事情，这正是生活的全部。你离开股市并进入一家 XYZ 瓶装公司，那你的余生将全部是瓶子……

我们本质上是行动人，行动起来吧！我们也是科学人——了不起的科学人。但是当我们转向艺术时，我们发现它不是推理性的，也不是科学性的，它本质上是对普遍性的个体情绪和感觉，并通过特定的表达模式如绘画、音乐或哲学来传递，其中哲学有关于对人类精神世界的理解。人类精神是有关于所存在的事物的本质感觉，但复杂到无法推理的程度。在这一点上，美国人有点像罗马人那样表现欠佳。那么，你以今天的精神病医生为例——这里你有了一个试图将科学方法运用于人类精神的例子，但它完完全全没有用，因为人的意识和潜意识太广阔了。顺便说一句，股市就像意识的群集，在这里没有科学，没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有 IBM 电脑，没有任何诸如此类的东西可以驾驭它。在实际业务中，这对我们意味着如果我们能做美国人难以完成的事，即一定程度地理解我们自己（以及相应地理解他人），我们就完全有机会成为有效的股票交易员。这是一件困难的也是罕见的事情。

现在从理论高度下来，让我们看看所谓的市场的技术层面。我认为这个词很好。股市的技术层面与基本面不同，它试图理解证券的供需情况。基本面当然就是我所告诉你的：要去看看公司，要了解行业和事实。股市有大量的“技术指标”，任何指标都没有神秘之处（而且值得使用）。这些指标一点也不复杂。在整个金融领域，一旦你陷入复杂化，就必然会有损失；每个复杂化会招致另外十个复杂化，以此类推。

你有这些不同的技术工具：我们有一些用来做实验和观察的“试管”——例如其中最简单的一种工具是股价的移动平均值。举例来说，如道一琼斯工业平均指数的 12 个月移动平均值。如果你们中的任何一位希望完全不想任何事情——先别管所有的预测——只用移动平均值，并用一些简单的技术，移动平均值就会帮助你在所有大牛市进入，在所有大熊市退出。这可能离完美还很远，但也够用了。你曾经听说过有谁在实际操作确实这样做吗？我从未听过。

为了说明以上道理，让我们看看古希腊人。希腊人总是深得我心，你知道他们有很多的男神和女神，因此选择支持哪个神也是要有技巧的。你要记得帕里斯（Paris）做出的选择，他有一个金苹果要送给最美丽的女神，他面前站着三个最重要的女神，他该把金苹果给谁？愚蠢的他把金苹果给了维纳斯（Venus），如果他给了雅典娜（Athena）甚至是给了赫拉（Hera），那对每个人来说都要好很多，包括他自己，因为他已经有一位忠实于他的美丽而健康的女朋友。但是因为他选择维纳斯，他毁了整个家庭、整个城市以及整个国家。你看，在男神或女神之间的任何选择都不容易。选择一方必然冒犯另一方。相反，希伯来人只有一个神，那确实会令生活简单许多，但他们无法体验自主选择带来的教训以及得失。



在投资的世界中不止一个“神”，因此，你将决定选择哪个指标呢？……不知是否在艺术领域，过少的思考常常比过多的思考带来更多问题。如果你下定决心在所有技术指标中只简单地选一个“神”，那么，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你就有机会获利。记住这样一句话："你的神是忌邪[1]的神"。在投资领域这句话特别正确。多数服务机构非常强调观察许多指标，并用加权多数原则来判断。但是我认为，在股市的实际运作中，没有数学方法可以对你的指标进行平均或加权。

一把小提琴对我而言只是木头加一束琴弦，它需要艺术家来演奏。这些技术分析工具仅仅是工具——仅仅是小提琴而已，如果没有演奏者那么它们毫无用处。这意味着我们并不想要传统的投资方法。的确，巨额投资基金都是用传统的投资方法操作的，或多或少达到了平均投资收益。在我看来，不同寻常的证券投资结果，基本上要在投资艺术家阵营中去寻找，除此之外，别无他法。只是在整个艺术家群体中，这种人数量较少。

〔1〕 这是《圣经》中"十诫"的第二诫，英文是"jealous"，字面的意识是嫉妒、排他，但这两个词在汉语中是贬义的；又由于实际的含义是以色列的子民不可以跪拜其他的偶像，因为只有耶和华是唯一的真神，因此，现在通行的中文版《圣经》和合本翻译为"忌邪"。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三编

幻想和娱乐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沃马克先生的赚钱之道[1]

约翰·特雷恩(John Train)

约翰·特雷恩所写的关于投资和投资经理的作品都极具思想和智慧，并且寓教于乐。以下是他众多值得讲述的故事之一。



每个最终学会如何在股票市场上赚钱的人都有一套他自己的学习方法。

我喜欢这个故事，关于一位来自休斯敦、名叫梅尔维德·霍根(Melvid Hoga)的读者所提供的他个人的启蒙故事。

就在第二次世界大战结束我从陆军退伍之后，我开始做起钻机安装的生意，另外，(最初作为兴趣)我开始买卖股票。每年年末我总是净亏损。我尝试过每一种我看到或听到的方法：技术分析、基础分析，以及所有这些方法的组合……但不知为何，我总是以亏损而告终。

在股价回升的1958年，即便说一个盲人赔了钱也会让人觉得不可能，但我却赔了钱。在买进又卖出的交易和大量转手中损失了很多钱。

然而，就在1961年的一天，我垂头丧气地走进了位于休斯敦的美林证券办事处。一位高级客户主管正坐在前台，我知道他注意到了我这张愁眉不展的脸，他对此已经司空见惯了，并示意我到

〔1〕 选自：Forbes Magazine, Vol. 122, No. 7, October 2, 1978. New York: Forbes, Inc., 1978。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他桌前去。

“你想见一个人吗?”他问我,“这个人从未在股市上赔钱。”

这位经纪人向上看着我,等待我的回答。

“从未赔钱?”我结结巴巴地说。

“总的来说是的,”经纪人慢条斯理地说,“而且我已经帮他管理账户将近 40 年了。”然后,经纪人指向一个穿着工装裤的粗壮男人,他正坐在一群看股票行情跑马灯[1]的人中间。

“如果你想认识他就赶紧,”经纪人建议道,“除非他要买股票,否则几年才来这里一次,几乎都只逗留几分钟,呆呆地看着股票行情跑马灯。沃马克先生(Mr. Womack)是来自贝敦[2](Baytown)南部的种稻、喂猪的农民。”

我从人群中挤出来,在这位穿工装裤的陌生人旁边找了个座位。我做了自我介绍,谈论了一会儿水稻种植和打野鸭(我酷爱打野鸭),渐渐地,话题转移到了股票上。

令我惊讶的是,这位陌生人乐于谈论股票。他从口袋里拿出一张纸让我看,上面用铅笔潦草地写着他刚刚卖出的股票。

我简直不敢相信我的眼睛!在他整个投资组合中,已经有超过 50 项长期投资赚了钱。在他由 30 只股票构成的投资组合中有一只股票退出了交易市场,但其余的都增长百分之一百、百分之两百,甚至是百分之五百。

他简要地向我解释了他的技巧,即精华之所在。当市场处于熊市时,他就会看报纸,了解有关股市跌入新的低谷,专家预测道—琼斯指数必将再跌 200 点的报道,然后会浏览《标准普尔股票指南》,挑选大约 30 只价格已经跌至 10 美元以下且支付股利的股票——价格稳定、有利可赚、前所未闻的公司(如美洲山核桃树栽培公司、家具公司等)。他会来到休斯敦购买价值25 000美元的一揽子股票。



〔1〕 在美国的证券交易所,所有上市的证券交易情况,包括公司代号、股票价格及成交量会在股票行情跑马灯(ticker tape)显示出来。投资者通过观看跑马灯来了解股市行情。——译者注

〔2〕 是位于美国得克萨斯州的一个港口城市。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然后，一年，两年，三年，或者四年之后，当股市出现泡沫，预言家评论道—琼斯指数将冲击1 500点的时候，他又来到休斯敦，抛售全部的一揽子股票。一切就是这样简单。

在随后我与沃马克先生交往（在他的稻田里打野鸭）直至他去年过世的那些年，我学到了他的很多投资哲理。

他认为购买股票就跟购买一货车的猪一样。当猪肉市场低迷时，他就能以越低的价格买猪，当下一个卖方市场到来时，他就能获得越多的利润。他说在这种情况下，比起买猪他情愿买股票，因为猪不会支付股利，还必须饲养它们。

总之，他在股市上运用了一种"务农"的方法。在水稻耕作中，有种植期和收获期；在他的股票买卖中，他也严格遵守季节。

沃马克先生似乎从未有一只股票是以最低价买进或以最高价卖出的。他似乎乐于在股价波动的高低谷之间进行买卖。在买股票时，他完全不理会"绝不要填补无底洞"的陈词滥调。例如，当股票跌破了1970年的市场最低点时，他以他之前的低廉价位追加投资了25 000美元，并且实质上使他整个一揽子股票都挣了大钱。

我认为一个现代股市的技术分析师可以从沃马克先生简单的买卖股票的方法中发现许多阿尔法（α）、贝塔（β）、相反的观点以及其他理论。但是据我所知，还没有人如沃马克先生一样把重点放在"买价"上。

我领悟到很多事情决定了购买某只股票是否明智，但我也了解到，在低迷的股市中，如果你能在股票底价范围内购买，这将避免许多后来的判断失误。

当市场上升时，你能很快地卖出股票且获得利润，以最高价卖出并获取丰厚利润，或者卖出的价格较低也能有利可得。因此，有如此多有利于你的获利概率，最佳的成本价是值得等待的。

在市场萧条阶段，知道"图表编制分析师"吃惊地看着你买进他刚刚发出"卖出信号"的股票，总是令人安慰的。

总而言之，沃马克先生并没有从股市中总结出复杂难懂的理论。他让我明白每天、每周、每月买股票的获利不会超过每天、每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

周、每月种植水稻的丰收所得。他改变了我的投资生活方式，从此我开始赚钱。

人人都应当富有[1]

约翰·J. 拉斯科布(John J. Raskob)

作为通用汽车高级财务主管，约翰·J. 拉斯科布提出成立股票证券公司(Equities Security Company)，"通过提高美国大多数成功企业的普通股的价值，使普通工人能拥有与富有的银行家相同的获利机会"。这个想法被描述为"华尔街最具智慧的人的最卓越的见识"，它将使投资者可以只提供 200 美元现金，再向附属财务公司借款 300 美元，来购买 500 美元的股票，每月偿还 25 美元的债务。尽管大多数分析家都感到高兴，但拉斯科布幸运地决定等价格更低一些再开始这一冒险事业。以下就是他的主张——来自 1929 年 8 月《女士居家月刊》(*Ladies Home Journal*)中塞缪尔·克罗瑟(Samuel Crowther)对其的访谈。





当然，富有是一种相对的状态。以前一个人身价百万被认为是富有；然而现在，当许多人至少身价百万，或者用一百万美元获得超过普通回报的收益时，百万富翁再不能引起任何议论。

固定一条巨大的数量界线来界定财富是没有意义的行为。说得更恰当一些，如果一个人的资本投资收入足够支持他与他的家庭体面舒适地生活——假定其所提供的支持与以前他的薪酬提供的支持一样——他就是一个富有的人。这种富裕在数量上应是任何人都可以

〔1〕 选自：*Ladies Home Journal* (August 1929), pp. 9, 36. New York: Meredith Corporation。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实现的，更有能力的人会得到更多的份额。

过去十年，由于我国企业营业额的提高，普通股的价值有了极大增长。十年前投资于通用汽车的价值 1 万美元的股票，现在的市值已经超过了 150 万美元，通用公司只是众多一流工业企业中的一家而已。

可能会有人说，这是一个惊人的增长，在未来十年情况将有所不同。这种预言可能是事实，但绝非建立于经验之上。在我看来，国家财富一定会快速增长，其速度将取决于消费的增长速度，而且在理性投资计划之下，消费将稳定增长。

……假设一个人 23 岁结婚，并且开始每月定期存款 15 美元——这对大多数在职人员来说只要尝试就能做到。如果他投资了好的普通股，并且听凭股息和优惠认股权累积，那么 20 年后，他将至少拥有 8 万美元，以及每月大约 400 美元左右的投资收益。他将变得富有。正是因为任何人都能做到这些，所以我坚信我的信念：不仅是人人都能富有，而且是人人都应当富有。

致富的障碍有两个：存款的困难和寻找投资媒介的困难。

汤姆在储蓄银行有 200 美元存款的事如果让人知道的话，每个人都会为了一些绝对必要的目的而力求得到这笔钱。汤姆的大姨子非常有可能最终找出一个紧急情况的借口来得到这笔钱。但是，如果汤姆顶住了所有的"进攻"，这笔钱能给他带来什么好处呢？他所得到的利息很少，还不足以激励他去存款，并且因为整个收入在他的掌控之下，所以他是否储蓄只取决于自己的意愿。比起通常情况，以任何这样的方式来储蓄需要更强烈的意愿。

如果他想要投资股票，却没有地方可以让他咨询。他还没有重要到能引起银行家太多关注的程度，也没有足够的钱去请一名经纪人——至少他自己认为没有足够的钱。

假设他有 1 000 美元，银行只会建议他购买债券。因为银行职员不愿意冒险去建议一只股票，而且也可能他们没有提供这种建议的经验。只有那些有待出售低劣证券的人才能真正充分地关注汤姆，然后，汤姆所有的钱都成为了他的收益……

近来，我主张成立一家股票证券公司，即一家只能在适当的、审慎的监督下投资普通股的公司。这种公司将购买一流工业公司的普通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股,并且以此作为抵押品发行自己的证券。股票的价格应时时与公司资产的价值保持完全一致,所有利润都将归股东所有。公司董事都应该是品质优秀、声望很高并诚实正直的人。每隔一段时间——比如说一个季度——要公布公司的整个财务记录,包括公司持有的所有股份以及由此产生的成本。公司将为公众所有,并且每个交易都公开。我对私人投资信托毫无兴趣。公司不允许借款或者负债。

除了这家公司,还应以同样的办法成立一家贴现公司,类似于汽车集团的财务公司,涉及以分期付款方式来销售投资公司的股票。假设汤姆有 200 美元,贴现公司贷款给他 300 美元,这样使他能够买 500 美元的公平证券公司的股票……这也将使他的存款从放任自流型变成强制支付型,也就不再是亲戚、骗子甚至他自己所能自由猎取的对象……

很难理解为什么比起优质股票,债券或抵押应被视为更保守的投资。因为实际上两者唯一的区别在于:债券价值永远不能超过其票面价值,其收益也不能高于既定利息;而股票价值可以超过其购买时的价值,也可能获得无限利润。

债券和股票都可能会有损失。如果公司破产,通常将会被重组,那样的话,债券将不得不被新注入的资金取代,并且可能将按比例降价。普通股持有者可能会损失全部,也可能再得到另一种最终价值没有保障的股票。无论是债券持有者还是股票持有者对于企业破产都会感到巨大的不幸,但实际上大型公司很少会倒闭……

旧的债务观念和旧的投资观念一样毫无逻辑。没人能够理解债务可以是建设性的。以前每个人都认为债务——谅必是上千笔债务——与借钱而非挣钱密切关联。我们现在知道,借钱也可以是一种挣钱方式,并且能使每个相关者都获益。假设一个人需要一定数量的钱去购买一套工具或者其他任何能增加其收入的物品。他有两条路可以选择。他可以存钱,并且总有一天能购买工具;或者如果有充分的便利条件,以合理的利率借钱购买工具,他的收入因而马上增加,使他能偿清债务并且拥有自己的工具,而这比起他存够钱再以现金购买工具来说节省了一半的时间。债务使他能马上创造出比以前更多的财富,也使他成为了更有价值的市民。通过提高他的生产能力,他也提高了消费能力,因此,为了满足他新的需求,必然会提高其



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他人的生产能力，也就自然提高了他们的消费能力，如此循环往复。通过借钱而非存钱，他马上提高了他的存款能力，加速了富裕的实现。

这恰恰就是汽车公司通过分期付款方式对国家繁荣所做的贡献。这种分期付款购买汽车的方式——当起首次被提出时——是与旧的债务观念相悖的。它遭到的某些银行家的反对，他们认为其仅仅刺激了奢侈消费；也遭到某些生产商的反对，因为他们认为人们将被引导去购买汽车而非自己的产品。

结果恰恰与预言相反。能够以赊账形式购买汽车立刻增加了人们的购买量。汽车生产、汽车服务、修建汽车行驶的道路以及维护这些使用道路的人每年能带来100亿美元的新财富……

国家的大量财富是通过生产力和消费力的互相推动、力争上游而获得。国家的个人财富不是靠储蓄而是靠生产获得的。

一个国家的致富之路就是致力于财富生产的利润目标。

假如弗洛伊德是投资组合经理[1]

拜伦·R. 韦恩(Byron R. Wien)

这是拜伦·韦恩为摩根士丹利写的投资战略。之前，他在两家投资顾问公司做了20年的投资组合经理。



几周前，我到维也纳去和几位澳大利亚的投资组合经理会面。利用午饭前一小时的空闲时间，我去了位于伯格斯街(Berggasse)19号的豪华公寓楼，西格蒙德·弗洛伊德(Sigmund Freud)在这里生活和工作了近半个世纪。这位伟大的精神分析学家的故居有一部分是

〔1〕 经允许，选自：Morgan Stanley Letterhead, New York, July 7, 1986。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为博物馆向公众开放的。会客室原来的家具和该处所大体的氛围都保留了下来，但那张著名的长椅、他的书桌以及他所收藏的大批高品质的古董现保留在伦敦，因为1938年弗洛伊德为躲避纳粹搬到了那里。门诊室和书房墙壁有原来家具陈设的放大照片，所以，你可以站在那里，想象他在世时这里是一幅什么样的场景。他的真知灼见和19世纪的许多文学作品一样，对我们理解自己产生了深刻的影响。

在书房的静寂中，我开始回想弗洛伊德把关于人类心理的理论推断与其临床观察相结合。他做出了很多研究成果，因为通过仔细分析之前存在的所有情况，他成功地预料到了其处于发展中的理论的下一个步骤。这与投资组合经理们处理他们工作的方式构成了对照。尽管投资业务广泛运用由计算机生成的有关股票、集团、证券组合、绩效、风险、经济和市场的信息，但其数据处理机能几乎从未考虑对以往决策的分析。我想我们中的大部分人形成了一种导致错误的想法，即要是仔细分析的话，未来就会有更好的表现。相反，投资组合经理们更愿意认为在不断变化的环境下，那些糟糕的决策只是随机事件。他们推断：由于未来的环境永远不会和以前一样，他们不可能重复以前的错误。他们认为，未来的判断错误来源于对新现象的错误反应。在一次鼓励投资专家确定自己犯错形式的尝试中，我收集了数据并且分析了我自己的愚蠢行为，决定至少披露我的一些缺点。也许，这将激发你去收集过去几年中有关你自己决策的信息，看看你是否没有什么需要在将来降低发生错误的频率了。

以下是一些重复出现的投资错误。也许你会听说一些类似的情形。



▶ **过早出售**。我们所有人都会偶尔做这种事。我常常会堕入试图调整投资组合的陷阱中。去年，我认为药品、粮食、传媒集团过度扩张，明智的做法是收缩一些。我得出了经济疲软的结论，因此始终看好那些因通货膨胀率下降而受益的股票通常会走牛，而那些稳定增长的企业正是这一观念之下的最优选择。所以我认为在这种情况下见利抛售应为精明之举，但却与我的核心投资理念相冲突。确实，见利抛售你永远都不会赔钱，但是，你会失去宝贵的绩效点。确信你不是以看起来忙碌为乐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

➢ **出于善心而转向**。这些年，我偏好不大有机会上升的滞后集团及滞后股票。我们中的许多人会有这种逆向的倾向，起因于我们坚信在美国，好事情会发生在弱者身上。当我还是孩子的时候，我常常梦想在垒球比赛中最后一个被选中后击出本垒打。事实是我常常在最后被选中，但几乎没有击出本垒打。为什么我不能记住在今天竞争激烈的国际商业环境中，滞后集团转变为主要的公司有多难呢？

➢ **在赢家位置上驻足太久**。在我的职业生涯中，我有许多很好的股票观念，或者更准确地说，当分析家们对我说明时，我辨认出了相当多稳健的机遇。我已经持有的一些非常好的股票经历了股市的好几轮涨跌轮回，因为我设想过去给我带来丰厚收益的股票在未来也将一如既往地表现很好。这种情况经常发生在我对自己的基本面知识变得自满时。有时，投资组合经理对新理念是如此渴求以至于他们对长期持有股票的公司的发展情况不能保持适当的了解。

➢ **低估问题的严重性**。丹尼斯·舍尔瓦(Dennis Sherva)曾经说过一句关于新兴成长股的话："第一个令人不快的时刻往往不是最后一个。"通常看来，对于负面意外的正确反应是卖出股票。或者从局外人的角度对其密切关注。我们都能提出类似美国数字设备公司(Digital Equipment Corporation，简称 DEC)的例外，该公司在 1983 年 9 月那令人不安的一刻之后很快恢复。但是对于较小的公司来说，出现一系列需要时间恢复的情况后常常会导致失望情绪，其他股东可能不会像你一样有耐心。有时，不利公告后第一天下挫之后会有短暂恢复，但是如果你准备继续持股，等待形势真正有进展，那么你最好能有很多其他的好股票和十分宽容的委托人。

弗洛伊德说过："心理分析提醒我们要放弃那些没有结果的命运因素，并教会我们要经常去发现神经官能症的原因。"通过研究你在过去的市场周期中所有决策的打印输出，我想你会揭示那些能在未来提高你判断质量的模式。最好让你的一位同事粗略地看一看这些打印输出，并且让他就你反复发生的错误予以分析。试一试，也许这帮不了你，但是，就像我的祖母经常说得那样，"这没什么害处"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巨额议题易通过
（或兴趣消失的节点）[1]

C. 诺斯科特·帕金森（C. Northcote Parkinson）

帕金森定律——工作会膨胀，直到占用其完成期限内的所有时间——也是一本令人捧腹的揶揄政府和公司的书的标题。在第三章高级财务学中，帕金森考查了财务委员会是如何制定开支决策的。一些基金经理声称，他们在投资委员会的资产分配决策中观察到类似的情形。





只有两种人对巨额资金有概念，即阔佬和穷光蛋。100 万美元在真正的百万富翁心目中是实实在在的、能够理解的东西。在应用数学家和经济学讲师看来（假定他们都快饿死了），100 万美元至少和1 000美元一样真实，因为他们自己既没拥有过1 000美元，更没拥有过 100 万美元。如今世界上绝大多数的人处于这两类人之间，他们对百万美元没有概念值，可是却习惯于用千美元来核计。财务委员会主要就是由这样一些人组成的，导致这么一种经常可以看到但从未被调查研究过的现象，我们姑且称之为“芝麻绿豆定律”。概而言之，就是人们在议事日程上每个议题上所花的时间和其所涉及的金额成反比。

转念一想，刚才说这个定律还没有被调查研究过并不完全准确。应该说在这个领域实际上已经有一些研究，可惜调查者所采用的调查方法是行不通的。他们假定应该高度重视议程安排的顺序，并进一步

---

〔1〕 经允许，节选自 *Parkinson's Law*。Copyright 1957，1960，1962，1970，1979 by C. Northcote Parkinson.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认为大部分时间将会花在第一至第七项议题上，后面的议题将会自动通过。这个结果是众所周知的。古根汉姆博士（Dr. Guggenheim）在马特沃斯大会（Muttworth Conference）上的演讲所受到的嘲弄当时可能被认为是过分的，但是，所有对这个话题的进一步讨论都倾向于认为对他的评论是正确的。对一个假设错误的议题进行研究浪费了很多年的时间。现在我们认识到，到目前为止，至少就这个问题而言，议程安排的先后顺序是次要考虑的。我们也认为古根汉姆博士能够穿着内衣逃之夭夭（他确实是那么做的）很幸运。如果他敢在之后的 9 月的大会上提出他那没有说服力的结论，他将面临的就不仅是嘲弄了，人们会认为他是在故意浪费时间。

我们要想在这个调查研究上取得进展，就必须完全不考虑目前已有的研究。我们得从头开始，把财务委员会实际是怎样工作的弄得一清二楚。考虑到普通的读者，以下将采用戏剧的形式来介绍。

主席：现在讨论第九项议题，请财务主管“麦克失败”（McPhail）先生做报告。

“麦克失败”先生：“原子反应堆的评估就在诸位面前，在小组委员会报告的附件 8 里有所阐明。你们可以看到总体设计和规划已经得到“麦克分裂”（McFission）教授的批准，全部造价将达到 1 000万美元。承包商“麦克偷盗”（McNab）和“麦克乱搞”（McHash）先生预计工程在 1959 年 4 月可以竣工。顾问工程师“麦克小费”（McFee）先生提醒我们说，完工恐怕最早要在 10 月以后了。著名地球物理学家“麦克堆置”（McHeap）博士支持麦克小费先生的观点，博士还指出工地的下端可能还需要打桩。现在主建筑的计划在诸位面前——请看附件 9，设计图就摆在桌上。如果诸位委员还有什么疑问，我很乐意做进一步解释。”

主席：谢谢你，“麦克失败”先生，你按照计划对计划作了非常清楚的说明。现在请在座诸位发表意见。[1]

在这个时候，我们有必要稍做停顿，想象委员们可能会有什么意

〔1〕以上涉及的虚构人物名前都有前缀“Mc”，在英语中是“son of”的缩写，意思是“某某的儿子”。在这里为了像个人名，就不翻译为“××之子”，而是翻译为“麦克××”。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

见。假设包括主席在内，不算秘书，他们一共有 11 人。在这 11 人中，包括主席在内有 4 人不知道反应堆是什么东西. 在其余的人中，有 3 人不知道反应堆是干什么用的。在了解反应堆用途的人中，只有 2 人对其造价应该是多少有些许概念，一位是“以撒之子”(Isaacson)先生，另一位是布里克沃思(Brickworth)先生。我们假定“以撒之子”先生先发言。

“以撒之子”先生：好吧，主席先生，我对我们的承包商和顾问还不是很放心。如果我们能够先去找“利未”(Levi)教授商量一下，然后跟“大卫”(David)和“歌利亚”(Goliath)签合同的话，我对整个计划就更加满意了。“雄狮—但以理”(Lyon-Daniel)先生是不会因为胡猜乱蒙工程可能拖延多久才能竣工而浪费我们的时间的，“摩西·奔牛”(Moses Bullrush)博士可能会肯定地告诉我们，到底需要不需要打桩。

主席：“以撒之子”先生热切希望能够用可能的最好办法来完成工程，我相信大家都体会到了，但是，事到如今再去聘请新的技术顾问，我感觉太迟了。我承认，主要的合同还没签，可我们已经花了很多钱。如果我们放弃他的建议，那么不仅我们为此花的钱打了水漂，而且还得再花这么多钱去重新咨询。”[1]

(其他委员在下面小声咕哝着，表示赞成。)

“以撒之子”先生：我要求把我刚才说的意见记录在案。



[1] 以上出现的以撒、利未、大卫、歌利亚、但以理、摩西都是《圣经》中的重要历史人物。

以撒是犹太民族始祖亚伯拉罕在 100 岁和 90 岁的妻子撒拉靠着上帝的祝福生下了第一个儿子，以撒的儿子雅各(后被神改名以色列)正是以色列 12 支派的始祖。

利未正是雅各 12 个儿子中的一位，利未的后代称为利未支派，利未人因为遵守耶和华的约而被分别为圣属于神，所以以色列所有的祭司都必须是利未人，他们的工作包括了教导神的话语、赎罪、感恩、敬拜、献祭、并且要做神子民的好榜样。圣经《旧约》有《利未记》。

大卫在以色列所有古代的国王中，被描述为最伟大、最正义的国王，并且是一位优秀战士、音乐家和诗人(在圣经中赞美上帝的诗篇是他的著作)。根据圣经记录，耶稣是大卫的后裔。

歌利亚是一位非利士勇士、巨人，因与年轻的大卫(未来的以色列国王)战斗而著称，但最终被大卫击毙。

但以理是著名的犹太先知，圣经《旧约》有《但以理书》。

摩西公元前 13 世纪的犹太人先知，圣经《旧约》前五本书的执笔者，也是以色列人最伟大的领袖。他带领在埃及过着奴隶生活的以色列人，前往上帝所应许的流着奶和蜜之地—迦南地(巴勒斯坦的古地名)，上帝亲自写下《十诫》借着摩西给以色列子民遵守，并建造会幕，教导他们敬拜真神。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主席：当然。或许布里克沃思先生对这事也有什么要说的。

现在布里克沃思先生差不多是在场唯一知道自己在说什么的人。他有许多话可以说。他不相信1 000万美元这个整数。为什么不连一点儿零头都没有？为什么他们非要把旧房子拆了，让出地皮盖新的？为什么要预留出一大笔所谓"应急费"？还有，那个麦克堆置到底是什么人？是不是就是去年"油罐漏光光石油公司"(Trickle and Driedup Oil Corporation)控告的那个人呢？然而布里克沃思先生不知该从何说起。倘若他讨论设计图，在座的其他委员全都不懂。他想要先解释一下反应堆是个什么东西，可是在座的谁又肯承认自己对此一窍不通呢？最好还是什么都不说。

布里克沃思先生：我没有什么可说的。

主席：其他还有哪位有意见？很好，那么我是否可以认为大家对计划与评估都没意见了呢？谢谢。我是不是可以代表诸位签订主要合同呢？

(又是一阵小声咕哝，表示同意)谢谢。我们现在可以进行第十项议题了。

把用来翻文件和打开图表的几秒钟考虑进来，在第九项议题上正好花了两分半钟时间。会议进行很顺利。但是有的委员对第九项议题有点不惴惴不安，他们扪心自问是否自己真的尽了责。现在再质疑反应堆计划为时已晚，但他们还想在会议结束以前表明自己对正在发生的事还是很关注的。

主席：第十项，给职工盖自行车停车棚的问题。"粗制滥造"(Bodge)先生和"木蛀虫"(Woodworm)先生估价2 350美元来承揽全部工程。诸位，计划和详细说明在你们面前。

"软"(Softleigh)先生：主席先生，肯定超支了。我注意到屋顶打算用铝制板。是不是用石棉可以便宜一些？

"紧"(Holdfast)先生：我同意软先生对造价的意见，可是我认为屋顶还是用镀锌铁皮为好。我倾向于认为这个棚子2 000美元就能造出来了，甚至还用不着这么多。

"敢"(Daring)先生：主席先生，我再进一步谈谈。我的疑问是盖这个棚子到底是不是必需。现在我们为职工做的已经太多了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们永远不会满足，问题就出在这里。下回他们该要求盖车库了。

“紧”先生：不行，我不能支持“敢”先生在这问题上的看法。我认为车棚还是需要的，问题在于材料和造价……

这场辩论开展得挺不错。2 350美元这个数正好在所有人的理解范围内。人人也能具体想象出一个自行车棚。因此，讨论持续达 45 分钟之久，结果是——可能节省 300 美元。委员们有了成就感，长舒一口气。

主席：第十一项议题。关于联合福利委员会会议期间每月 4.75 美元茶点补助的问题。

“软”先生：请问供应的是什么茶点？

主席：我的理解是，咖啡。

“紧”先生：那就是说每年支出——让我算一算——57 美元喽？

主席：是这样。

“敢”先生：姆，真的，主席先生，我怀疑这是否合理？这些会要开多长时间呢？

现在开始了一场更加激烈的辩论。委员之中可能还有人弄不清石棉和镀锌铁皮有什么区别，可是每个人都了解咖啡——咖啡是什么，怎么烧，应该到哪儿去买——还有，到底该不该买。讨论这一议题占用委员们一小时零一刻钟时间。最后请秘书去进一步了解情况，留待下次会议再做出决定。

说到这里，大家很自然地要问，钱数再小一些，假定 20 美元或者 10 美元吧，会不会相应要占用财务委员会更多时间呢？不得不承认，对于这一点，我们还是不清楚。我们暂时性的结论就是，必然存在一个点使整个趋向逆转过来，也就是说，委员们认为钱数太小，根本不值得关注。我们的研究还是得确定发生逆转的这个点。从争论估价 50 美元的问题（一小时零一刻钟）到争论估价 20 万美元的问题（两分半钟），其间的转变的确非常突然。确定发生这一突变的确定的点，是一个更引人注目的问题，而且还具有现实意义。比如说，委员们兴趣消失的点是 35 美元，那么财务主管假定遇到一个 62.8 美元的项目需要提上议程，他不妨把它分成两个项目，一个是 30 美元，另一个是 32.8 美元，这样可以明显省时间、省气力。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这个关键时刻上，我们只能做出暂时的结论。但我们有理由来假设，兴趣消失的点所代表的是某一个钱数，而这钱数正是委员个人赌钱输了或是捐慈善款不在乎的数字。按照这个方法在跑马场或者卫斯理公会教堂进行调查，对解决问题大有帮助。要试图找出某个确定的点，其所代表的钱数大到完全无法讨论，可能会遇到更大的困难。然而，有一件事很明显——讨论1 000万美元和10美元所花的时间很可能是一样多。我们现在估计的两分半钟并不准确，但无疑有一个时间的区间——在两分钟到四分半钟之间的一个数字——用来讨论最大的开支和最小的开支，是同样足够了。

现在还存在许多更深入的调查工作有待人们去做。调查结果一旦公布于众，势必引起浓厚的兴趣，并对人类具有直接价值。

投资者的七大准则[1]

尼格尔·劳森(Nigel Lawson)[2]

尼格尔·劳森在成为英国财政大臣很久之前，写了这篇“戏笔”之作，但是该文却可以说明他确实具有足以胜任政府工作的创造性和才智。他现在是BZW[3]的副主席。



我很高兴，我的同僚“资本家”在股票投资组合方面干得很棒。他的谨慎的选股系统显然是相当可靠的。但是，我不由得感觉到，他像大多数的会计师一样，太过纠缠于数字和纯粹的统计事实。

〔1〕 经允许重印。

〔2〕 尼格尔·劳森，布拉比的劳森男爵(Nigel Lawson, Baron Lawson of Blaby, 1932年3月11日—)，英国政治家，于1983年6月至1989年10月担任财政大臣，曾经是担任财政大臣最长的纪录保持者，超过了在1908年至1915年任财政大臣的戴维·劳合·乔治。但是，这个纪录已于2003年9月为白高敦(Gordon Brown)所取代。——译者注

〔3〕 英国数一数二的期货证券公司。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益增长率和股息回报率从其各自的标准看都非常高。但是，精明的投资者想看到数字以外的东西，正如受过训练的精神分析学家从病人的谈吐之外发现其潜意识深处的真相。

所幸并不是只有我持有这个观点。像著名的投资信托专家乔治·德勤(George Touche)先生这样的大权威在去年夏天对牛津的特许会计师协会做了一篇长达25页的关于投资的学术性演讲，其中他有一段评论是："除了由财务业绩得出的结论，我们还可以从很多的来源得到总体印象。对董事长个性的崇拜，以及不断重复出现的董事长照片，不能激起我们对于公司管理层的信心。"

▶ 独家的贡献

于是，我们得到了第一条投资准则：

避开那些年报中将资产负债表放在损益表之前的公司。避开那些其董事长的照片每年刊登次数超过四次的公司。

遗憾的是，这是德勤先生对于非统计性投资分析这一重要学科的唯一贡献。而我强烈推荐下面的准则作为第二条投资准则：

《公司法》规定损益表与资产负债表都要公布，但是没有规定公布时的顺序。所以公司总是将他们最为得意的文件放在第一位(或者是最不让他们感到惭愧的)。

显然，一家公司如果夸耀自己的资产而不是利润，那么无论如何都要避开。落后公司的最大特点恰恰就是其投入的资本回报率过低(若有资本回报率的话)。

打个比方，如果投资者注意到压制钢公司(Pressed Steel)公布年报时将其母公司的资产负债表放在总损益表之前，能省下多少财富啊！你不会发现像埃利奥特自动化公司(Elliott-Automation)那样的一只成长股做这种事。再比如，兰开夏郡棉花公司(Lancashire Cotton Corporation)，资产多而利润少，就把它的资产负债表公布在前面；而扩张中的帝国化学工业公司(Imperial Chemical Industries Ltd.，简称ICI)……兹不赘述……



但是在现阶段，或许我应当提醒投资者，这条准则虽然在我的经验中是极其有价值的，但并不是万无一失的指南。以两家水泥公司为例，联合波特兰水泥公司(Associated Portland Cement，简称APC)将其损益表放在最前面，而拉格比波兰水泥公司(Rugby Portland Ce-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ment)则把资产负债表放在最前面。然而，拉格比波兰水泥公司却有明显更好的增长纪录。关于这个表面上令人吃惊的现象的解释，带给我们第三条投资准则：

投资那些其董事长身高不到5英尺8英寸[1]的公司。

你必须寻找行业中拿破仑——那些通过发展公司来弥补他们身高劣势的生气勃勃的人。艾萨克·沃尔夫森(Isaac Wolfson)爵士和查尔斯·柯罗尔(Charles Clore)先生都是明显的例子。

这也正可以解释前述水泥公司之谜。拉格比公司的董事长哈尔弗德·雷迪什(Halford Reddish)爵士以这条身高准则来衡量完全够格。而APC的约翰·赖斯(John Reiss)先生尽管是一位是极具魅力的绅士和优秀的董事长，但身高是6英尺多。

在决定你投资的地域分布时，平均身高问题也具有实质的重要性。毫不意外，体型小巧的日本人拥有全球最快的增长速度，体型中等的欧洲人增长速度紧随其后，而体型高大的英国人和美国人增长速度最缓慢。

▶ 计分系统

所以当你考虑购买任何股票时，让你的股票经纪人告诉你这家公司董事长的准确身高总是很明智的。但你也应该对董事会的其他成员产生科学性的兴趣。这带给我们第四条投资准则：

通过如下计分系统来评估董事会——每位董事各给1分，董事中每有一位贵族、海军上将、陆军上将、空军中将，则额外加1分。超过15分的公司丧失资格，如果公司是银行和保险公司则以20分为限。

显然，如果董事太多，董事会议不可能迅速达成一致；同样，公司中贵族和军官的数量过多是危险的，因为他们儿时的保姆肯定教育他们坚信交易不需要绅士。

打个比方，太阳联合保险公司(Sun Alliance Insurance)今天的股价比他们4年前要低；相反，法律通用保险公司(Legal and General)却翻了一倍。太阳联合保险公司有33名董事成员，其中包括了8名贵族，

〔1〕 1英尺=12英寸=30.48厘米，1英寸=2.54厘米，所以5英尺8英寸=5×30.48+8×2.54=172.72厘米。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即 41 分，意味着立即出局。而法律通用保险公司公司只有 16 名董事，包括 1 名贵族和 1 名海军上将，即 18 分，对于保险公司来说还不错。

➤ 核心的三点

同样，兰克公司(Rank Organisation)董事会达到了 18 分(意味着作为工业公司不够格)，而作为娱乐行业领头羊的金融时报集团(Financial Times)，尽管有 3 名贵族，却仍以 9 分轻松进局。但是，你要当心。联合利华公司(Unilever)董事会包括了 24 位董事，可能会导致毫不怀疑的投资者去看别的公司。但事实上，内部的董事会只有 3 名董事是真正被计分的。

你对公司报告和账目的研究到此也算得上完整了，只是可能还差两点次要的准则，即第五条准则和第六条准则：

避开那些在不方便的时间或者不大可能的地点举行年度大会的公司。

避开那些刚刚搬进豪华的新总部的公司。

第一点很明显。一家宣布其年度大会将于上午 8:30 在契平索伯里镇的礼堂里(Chipping Sodbury Town Hall)召开的公司，明显是想尽一切办法不鼓励股东参会。

第二点来自帕金森定律，即新的办公室修建的时候恰恰是在公司达到最高点时，此后公司只能衰退。

……1961 年，鲍沃特纸业公司(Bowater Paper)搬入奢华的骑士桥(Knightsbridge)摩天大楼，利润便急剧下跌，公司失去了其成长股的评级。

但是，初步数据的公告和年报一样值得关注。现在我们来看最后的，也是最重要的第七条投资准则：

➤ 比较久的增加

合计不好的数据总是比合计好的数据费时更长。

从这点可以得出一条简单的结论：如果一家公司的初步利润数据无法在公布上一年度数据日期的 5 天之内披露，那么你应该卖出这家公司的任何股份。遵循这条简单的准则，比起你的损失，你将会抢救出多得多的钱。

举个例子，伦巴第银行(Lombard Banking)和费斯·克利夫兰公司(Firth Cleveland)的股东可以在几个不同的时机下赶在坏消息以前出售其股票，如下表所示：



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伦巴第银行：

1960 年 3 月 2 日　　利润增加 80%

1961 年 3 月 9 日　　利润降低 25%

1962 年 3 月 16 日　　利润降低 40%

1963 年 3 月 17 日　　利润不变

费斯·克利夫兰公司

1961 年 5 月 31 日　　利润增加 1/3

1962 年 6 月 7 日　　利润减少 1/3

看看 1963 年带来什么将会很有趣。

以上，就是我在复活节之际提出的投资七大准则。当然，也有其他的准则。但是那是另外的事。

那日，他们“冲传”摩托罗拉[1][2]

“亚当·斯密”(Adam Smith)

有两种方法来理解机构大宗交易。一种是在所罗门兄弟公司或者高盛投资公司实际操作一下，另一种就是阅读这篇由杰里·古德曼(Jerry Goodman)以“亚当·斯密”名义所写的经典。



当约翰·肯尼斯·加尔布雷思(John Kenneth Galbraith)[3]坐下

〔1〕 选自：*The Wisdom of Adam Smith*，Benjamin A. Rogge，ed. (Indianapolis，Indiana，1976)，111—112。

〔2〕 原题是 The Day They Red-Dogged Motorola，red-dog 是美式足球术语，意思从边线带(球)插入球门区，即冲锋传球。——译者注

〔3〕《1929 年大崩盘》的作者，该书已被上海财经大学出版社翻译出版。下文中的约翰逊大熊市正是指 1929 年的大崩盘。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

写约翰逊大熊市的历史时(他将来总有一天必定会写),应当关注 1966 年 9 月 27 日。它将成为像 1941 年 12 月 7 日一样的日子——历史特殊的日子之一,在这一天华尔街开始不再相信任何事情,至少针对这个熊市;你会一分钟一分钟数着过,正如当水汩汩灌进泰坦尼克号这样的灾难故事中所发生的那样。9 月 27 日,是他们“冲传”摩托罗拉股票的日子。

事情发生的时候,我正在银行家俱乐部和一位朋友吃午饭,他管理着一只热门的速利基金。这是一种被期望快速增长的投资基金,因此,压力端在于选择即将变动的股票。然后,他们将你的业绩和其他“成长型”基金逐月、有时是逐星期进行比较。这种基金不推荐寡妇购买。孤儿,也许那些年幼但富有的孤儿假以时日长大后可以考虑。在友好的基础上与这样的经纪人共进午餐是合算的;有时,你下注在他们宣传的股票上能够有些获益。无论如何,我的朋友——我叫他查利——正坐在那里,边搅拌咖啡边告诉我引起股价下跌的各路消息,诸如,一家大型的纽约城市银行若不是流通在市面上应收而未收的商业票据就破产了,也就是说,它周末都在用空头支票骗钱。如果美国邮件的速度加快一些,银行就会处于困境。“周末用空头支票骗钱”意味着在没有钱的情况下星期五开出支票,并仓促地在星期一早上用新的基金来兑现支票。

“他们处于出局状态,”查利说,“他们不能求助于美联储,因为如果美联储看到他们的贷款,会狠狠地给他们一记闭门羹,所以他们艰难地游走于欧洲吸收欧洲美元。”

如果你能理解查利所说的话,那很好;如果你不理解,那么对摩托罗拉影响不大,只是营造了一个糟透的、阴郁的、不祥的氛围:约翰·肯尼斯·加尔布雷思先生请记下。银根紧缩,华尔街对越南战争毫无好感。然后,我们都认识的一个人过来说,摩托罗拉在交易所被“冲倒在地”,已经有一小群人聚在前厅的道—琼斯信息牌的周围,那里的地毯已经磨破了。

同时,在几个街区之外的威廉大街 15 号,证券分析师们为了拿到



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

电话而泄漏了“金枪鱼”[1]还剩下什么。这都起因于罗伯特·W. 加尔文(Robert W. Galvin)先生在伊利诺州的富兰克林公园发表的演讲。加尔文先生是1966年野心勃勃的企业之一摩托罗拉的董事会主席，他正在向审慎而权威的纽约证券分析师协会发表演说：摩托罗拉制造彩电，是一次成长；制造半导体，是一次成长；制造车载双工对讲机，是一次成长。成长，成长，再成长。6个月前所有的这些成长使公司市值达到234美元每股。到9月27日，公司市值仅为140美元每股。可能这是废话，然而情况究竟能恶化到什么程度？他们每股将会获得8美元的利润，这是标准普尔公司的分析。加尔文先生说，生意不好也是一件好事。他们能完成所有的订单——他们正好在生产产品方面有困难——不是这里短缺，就是那里有劳动力问题。他们能售出所有生产出的彩电，他们只是不能使生产速度足够快。收益将会上升——但最多只能到5.5美元或者6美元。除此之外，一切情形都很乐观。

审慎而权威的分析师们面面相觑：6美元？6美元？还有2美元呢？然后结局就像白宫记者招待会一样，只不过没人会说“谢谢您，总统先生”。他们全都跑向电话。只不过他们是证券分析师，而不是新闻记者，因此他们并没有全速冲刺，而是用了奥林匹克的竞走步法。还剩一个问答阶段，但加尔文先生的听众已消失殆尽了。

在银行家俱乐部的后面，查利已经进入了电话亭，在给他的女雇员下指令。“抛掉10 000股摩托罗拉。”他说道。这些大概市值130万美元。我能断定这个女孩面前就是投资组合，她正在寻找摩托罗拉，我甚至还听到(因为我特意努力要听)她说：“但是，我们并未持有摩托罗拉的股票。”查利准备在摩托罗拉股票上做空，于是抱怨了几声。他还会在其他时间把这些股票买回来的。而现在重要的是卖掉它，不论你是否持有该股票。这是速利基金的压力之一。

我们站在那里看着信息牌，上面显示着MOT，137，136，帧失步[2]，134。大宗股票交易出现了。

---

〔1〕 译者猜测这里的金枪鱼指的是摩托罗拉，可能因为其商标和金枪鱼类似。——译者注

〔2〕 失步是SDH设备上SDH端口上信号质量不好出现的一种情况。在端口连续5帧以上收不到正确的A1、A2字节，即连续5帧不能区分不同的帧，那么接受端进入帧失步状态，产生帧失步告警(OOF)，若OOF持续3秒，则进入帧丢失状态。这里应该是指由于出现大宗交易，信息牌无法及时处理数据，导致帧失步。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“那是蔡至勇(Gerry Tsai)[1]的摩托罗拉。”我们身后的某个聪明人说。当下的时髦话题是:蔡至勇,曼哈顿基金的领军人物,掌控着4.5亿美元进行高风险投资,他确实快进快出,但是我不明白为何任何人都能断定那是蔡至勇的摩托罗拉。他可能很早之前就售出了股票。不过,这很有用。一说起“蔡至勇正在买入”或者“蔡至勇正在卖出”总是让人听起来很明智。他已经取代了昔日的“他们”,那时人们总是说“他们”正打算抬高或者压低一只股票的价钱。然而,最好密切关注蔡至勇,因为如果你成为了“他们”,情况不得不好。我认识的一位图表编制分析师说道—琼斯指数将达到380点之低。如果真是这样,我将做多苹果[2],因为所有的街头小贩对苹果的将需求量很大,并且他们将会寻找一个替罪羊。然后约翰·伯奇协会(John Birch Society)[3]将发起出版《上海长老秘密会议纪要》(*The Protocols of the Elders of Shanghai*)[4],书中讲道,正在恶魔将蔡至勇倒绑在水牛身上并欲驱赶水牛之际,一位虔诚的神父将恶魔驱除出去,然后在联邦储备银行前将会举行一场公开的仪式。

现在,压力落到坐在经纪人席的专家身上。他正站在经纪人席的18号位上,他的希波克拉底誓言命令他在摩托罗拉建立一个有序的市场,突然他在那里,就像一幕青春期的幻想,感觉自己站在人群呼吼的扬基体育馆里担任四分卫[5]。不过这是个噩梦。人群呼吼,因为他所有的接球手都被盯住了,防守阵容也溃散了,冲锋传球正在进行:两吨肌肉袭击了他,截锋们[6]咕哝着,线卫们[7]咆哮着“冲啊……”。除

---

[1] 蔡至勇(1929年3月10日～2008年7月9日),美籍华裔金融家,有“华尔街金融之王”之称。他所管理的富达资本基金和曼哈顿基金都是那个时代的明星基金。——译者注

[2] 传言经济大衰退时,许多银行家失业潦倒,不得不从其市郊住家载着一袋袋苹果到到纽约大街上卖,包括一些明门望族都被迫以此维持生计。——译者注

[3] 这是一个以美国为本体而极端反共的美国右派和极右派组织。——译者注

[4] 《上海长老秘密会议纪要》,是模仿20世纪初俄国出版的《犹太长老秘密会议纪要》(*The Protocols of the Elders of Zion*)而起的名字,后者是一份流传甚广的反犹文件,内容是一群所谓的犹太锡安长老阴谋夺取世界政权控制全人类的秘密会议纪要,也是迄今为止反犹运动中最为重要的文献。——译者注

[5] 四分卫是整个美式足球队的主帅,负责场上的指挥调度。通常在每次攻击时球一定是先传到四分卫手上,之后他会迅速后退,再决定是要自己传球,还是把球再交给其他球员跑阵,还是要自己偷袭。——译者注

[6] 美式足球中负责擒抱并摔倒(或挡住)对方带球跑的球员,大多是重量级球员。——译者注

[7] 美式足球中负责拦截对方跑卫和盯防接球手;有时还要冲击四分卫(称为突袭)。——译者注



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了蜷起身子、死抱着球、期盼当他们停止吹哨声时你还活着以外，没什么别的事好做。人们正冲向专家，他能断定如果出于条件反射俯身躲开袭击他腹部的摩托罗拉首次重拳，还会有拳头接着攻击他的头部。那不是一个有秩序的市场。于是，他们吹响哨子。摩托罗拉的股票再无交易。

查利感到懊恼。他要开始卖空就需要一个高于之前报价的最新报价；自从1938年大崩盘之后，他们有了《证券提价交易规则》[1]。在过去没有这条规则的好年头，证券卖空投机者能全都聚集在一起，直接将股票卖空到零点，使其当前指数低于前天的收盘价，指数飘绿。

"吉(Gee)和我下周打算去欧洲。"查利说。现在他想他最好留在这里。我请求查利做个预测。(记住，这是9月27日，而我的这篇文章将是在10月的第二周发表，所以你可以搭两个礼拜"便车"。这是因为这本杂志所谓的"出版周期"，我猜想印刷工得花两个礼拜完成杂志装订工作。)

查利喜欢自己说出来的话听着像古希腊神谕一样(当然不是印刷出来的文字)，因为那样能够直接影响你，但仅对于他的朋友。

"一切都趋向于票面价值。"查利说。票面价值现在是100，或者说，100过去是票面价值且每个人现在仍然把它叫做票面价值，"一切"指的是那些炒家必须投资的野心勃勃的企业，否则就会丢掉他们的饭碗。比如说：摩托罗拉、施乐、仙童摄影公司、宝丽来——看看最活跃的十大股票列表，它们都榜上有名。这些野心勃勃的企业在达到票面价值之前还有40点的下跌空间，查利自然不是指每家公司，因为他们不会在同一价位上出售，但下跌幅度必然很大。"继摩托罗拉之后，人们不再相信任何企业，"查利说，"明天，他们会开始说仙童摄影公司有严重的问题，施乐公司给你带来祸端，持有宝丽来的股票令你颗粒无收。"所以，一切都趋向于票面价值。到那时，阿瓜(John Jerk)[2]和他的弟兄们将会指出赚钱的方法就是卖空。

在更文明一些的圈子里，阿瓜和他的兄弟被称为"小家伙"或者

---

[1] 该规则规定证券不能被卖空，除非在卖空交易前的交易价格低于卖空交易被执行的价格。——译者注

[2] John Jerk是个虚拟的人名，John在美国俚语中有易受骗者之意，而Jerk在俚语中也是笨蛋的意思，因此这里意译为阿瓜。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"散户"，再或者是"小投资者"。我希望我认识阿瓜先生和他的弟兄们。他们都住在某个叫"穷乡僻壤"的地方，所做的每件事都是错的。聪明人卖出时他们买进，聪明人买进时他们卖出，他们恐慌得完全不是时候。很多服务机构即使不用图表分析阿瓜先生和他的弟兄的活动也能捞得盆满钵满。如果我认识他们，我会给他们提供食宿并向他们请教，如同他们过去常常询问大力水手(就是第二次世界大战前漫画《波沛》中的主角尤金尼吉普，这是原始的吉普，那时还没被用做车名)[1]一样。我会费力地把野鸡和香槟放进他小屋的矮门里，并问阿瓜先生那天早上他打算怎样。如果他说"买入"，我就知道要"卖出"；以此类推。

查利和我踱回他的办公室。"对于每个人来说，这都是一个糟糕的市场，除了我之外。"查利说。"人们不相信任何企业。他们不相信强生，不相信华盛顿的所有企业，他们坚信赋税将要增加，但还不够；他们不相信我们将从越南战争中走出来；并且，继摩托罗拉之后，没有人会再去相信任何盈利。即使让毕马威会计师事务所来证明他们，他们仍旧不相信。"

这就是法国社会学家爱弥尔·涂尔干(Emile Durkheim)所说的"失范"。用市场的术语来说，就是当股市下挫时，焦虑逐步扩大，接着当你听到各种关于"阻力价位"等等的谣传并且市场因这些传闻而跳水时，你就理解什么是失范了。就像让渡，反而意味着"股市底部在哪里？股市底部在哪里？股市底部在哪里"？没有人知道股市底部在哪里，也没有人能记住股市底部在哪里，他们全都远远地站在湛蓝的天空之下，脚上套着铿亮的皮鞋，脸上却挂着焦虑。道—琼斯平均数将为零。只有查利状态良好：他的基金是对冲基金，而且他处于空头。

"股票跌到票面价值的时候，"查利拖长了声音说，"只要我们找到

〔1〕 1936年，美国流行一本滑稽连环画"Popeye"(波沛)，就是电视卡通片《大力水手》的初期版本。连环画中有一个既像猫又像狗的卡通动物，它的叫声是"Jeep…Jeep"，因而被称为"Eugene the Jeep"(尤金尼吉普)。这个绰号得到了所有人的认同，正规的名称反而被遗忘了。尤金尼吉普喜欢到处乱跑，机智勇敢并且善于应付各种突如其来的险境，他知道所有答案。有位司机非常喜欢这个漫画形象，且认为他所驾驶的四轮驱动汽车也有同样的特点，便干脆将其称为"吉普"。人们认为管越野车叫吉普车很贴切，也随着叫起来了，士兵们更是喜欢把四轮越野汽车叫做吉普。后来，威利斯公司将开发出来的车定名为吉普。第二次世界大战结束后，威利斯公司敏感地察觉到这个名称中蕴藏着巨大商机，在1950年抢先注册了"Jeep"商标。——译者注



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阿瓜和他的弟兄们，市场将会止跌回升。"

具体的解释就是：阿瓜先生所持有的股票亏损了，将会试图卖出空头以弥补他的损失。接着，查利买进时，股票上涨，使得阿瓜先生在卖空上出现损失。然后他惊慌失措，不得不在查利的"猎捕"之下随着涨势一路买进。

20 世纪 50 年代后，世道已经变了。回想当年，"机构"有很多钱，设在波士顿或者费城，一直等到在股票价格合适的时候再买入股票并藏起来。它们由那些胳膊上戴着袖箍[1]、口里说着"我亲爱的朋友"的家伙们来经营。而现在，你有电脑可以确切告诉你每只基金每分钟的价值，还有很多新潮人士在管理他们。过去，经纪人事务所有了一些好主意，他们的一些客户就买入，然后好的老式基金将会为寡妇和孤儿挑选适时的股票。这些情形不再有。现在，在经纪人事务所的家伙们正赶在早餐盘被清理干净之前奔向蔡至勇入住的凯悦酒店，说不定蔡至勇喝西柚汁时会在桌布上做些记录。

那也是个蚀本的好方法，因为情况变化太快，一些基金早上刚买进，却感觉持有股票过夜会受天谴。在桌布被送去洗衣房之前蔡至勇已然离开。这一切造成了失范。

当查利取消他欧洲度假计划时，我正坐在他的办公室。下午 15:29，铃声刚刚响起，专家让摩托罗拉重新开盘，就像拳击手在裁判员数到 10 时设法单膝跪起。摩托罗拉重新开盘，收盘于 119，当天下跌 19.25。其在下午 15:30 市值相比上午 10:00 蒸发了 1.14 亿美元，相比其几个月前的市值蒸发了 6.84 亿美元。不管市值是多是少，还是同一家公司，今年的业绩比去年好，明年的业绩也将会比今年好。

现在，你可以谈论所有你想谈的：紧缩的银根、越南战争，还有赋税，但在 9 月 27 日发生了一些事。当然，在此之前它已经开始发生了，去年晚春时节，当银行开始提高所有贷款的额度时，口哨声、尖叫声、警铃声，显示器的黄色烟雾信号四起。在 9 月 27 日，丧钟又因为信心而响起。

那么现在情况如何？嗯，零股交易的数据显示阿瓜先生和他的弟兄们卖空了很多股票，而查利在厉兵秣马。我们的交易员说股市为了

〔1〕 当时绅士的一种装饰物。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准备接下来的牛市必定会有 40 天 40 夜没有动静。查利打算 11 月去欧洲。我们仿佛进入了戏剧《彼得·潘》幕间停顿的时刻，玛丽·马丁(Mary Martin)[1]或者别的人走到舞台的脚灯前说："你相信吗？你相信吗？"在我唯一一次看《彼得·潘》的时候，每一个人都表示相信。

有一天，或许不会太久，查利将会从欧洲回来，而阿瓜先生将会在穷乡僻壤，光着屁股，第一朵雏菊将会破土而出，说"我相信"；然后游戏将重新开始。

到了那一天，我会告诉你是怎么回事。

致富只有三条路[2]

弗雷德·J. 杨(Fred J. Young)

弗雷德·杨是哈里斯银行信贷部的核心成员，他坚持通过演讲和一本题目很鼓舞人心的著作《如何致富和守富》来向公众提供信息和娱乐。这里是一些摘录。





▶ 致富只有三条路

1. 继承。如果你能知道自己将要继承财产，那么你就有成功的把握了。你可以跳到本书有关守富的部分。已经有其他人做出了赚多花少的牺牲来为你创造这笔财富。你应该心怀感激。你没有为这笔财富做过任何事，你的血统是你完全无法控制的。你的确很幸运。

2. 结婚。在这一块，你确实有一定的控制权。这事你能使得上力气，但你必须在你和某个穷人坠入情网之前就开始着手这件事。这可

---

〔1〕 玛丽·马丁(1913～1990)，她在《彼得·潘》中的出色扮演彼得·潘为她赢得了第一个托尼奖，成为 20 世纪 40、50 年代百老汇音乐剧界一颗传奇式的明星，是最有魅力、最具活力和最受人喜爱的表演家。——译者注

〔2〕 经允许，选自：Fred J. Young, *How to Get Rich and Stay Rich* (Hollywood, Florida, 1983)，31－32，41，43－44，83，113－114。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能是一个真正的计划，利用这种途径极其有效地致富的男人和女人我都见过。我认为这没什么错。我成长的那个地区、那个时代，大部分人——男孩和女孩——坚信上帝特别为他们预备了一个人。这些年轻人的成长在很大程度上就是寻求他们“预备的”伴侣。那么如果你预备的伴侣——当你找到他或她时——恰好很有钱，你应该大方地接受，不要进行抵抗。

3. 如果你既没有即将继承的财产，而且你已经错失了通过婚姻发财的机会，那么你只剩下一条发财之路。你赚多花少，并将差额投资于你认为会增值和致富的事情。

你应该投资于哪些事呢？大部分我所知道的发财者是通过以下的一种或几种方式投资的。

a. 房地产

b. 拥有他们自己的企业

c. 普通股

d. 储蓄账户（这要归功于复利的魔力）……

无论何时，只要你可以在好运气和好判断中选择其一，都应该选择好运气。从定义上讲，好运气意味着成功。好判断可能仍会导致失败……

股票投资成功的一个非常重要的因素是勇气：在别人卖出的时候买入的勇气、在股票跌至新低的时候买入的勇气、在经济不景气时买入的勇气、在谷底时买入的勇气。如果你回顾过往那些年，就会注意沮丧情绪最浓厚的时候最终一定是购买股票的最好时机。

可是大多数人喜欢在情况很乐观、股票升至新高时买进。那不需要勇气。人们很容易认为股票会持续表现得同它们一直以来那样。大众觉得，如果它们一直以来是上涨的，就会永远保持上涨。如果它们跌至新低，就会永远保持跌至新低。可能在你买进以后，它们会继续再下跌一段时间，但你不可能知道什么时候会跌至谷底。所以你的最佳选择是挑一个你愿意买进的价格水平，投进你的部分资金。如果股票走低，你可以以更好的价格再多买些。如果股票转而走高，你将凭借你的所有资金来赢利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

皇帝的新衣

汉斯·克里斯琴·安徒生(Hans Christian Andersen)

市场大崩盘的不可思议之处就是价格在暴跌之前会达到非常惊人的高位。这里，我们通过汉斯·克里斯琴·安徒生耳熟能详的童话故事可以汲取智慧——关于看到真相，而不是只看到我们希望看到的东西。但是，投资专家们必须依靠别人来告诉他们自己花了钱却受了骗吗？

(原文略。)



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四编

创意和经证明的范例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合理预期价格随机波动之证明[1]

保罗·A. 萨缪尔森(Paul A. Samuelson)

长期以来，诺贝尔奖得主保罗·A. 萨缪尔森对投资非常感兴趣并活跃于其中，他最终证明了股价行为的随机性。这篇摘要阐明了这一问题，并得出结论，其实际的证明和公式运用均被删减。



▶ 提出的难题

“在竞争市场上，有人卖就有人买。如果一个人能确信价格会上涨，那它已经上涨了。”这样的论点可以用来推出竞争价格必能显示价格随着时间推移的变动($X_{t+1}-X_t$)以无法预测的乖离率随机游走。

这对完善的小麦或者其他商品市场是否也是同样适用呢？对于股票交易价格呢？对于小麦或其他商品的期货市场呢(与有形商品真实的“现货价格”变动相对)？。

或者它只是一个可以用某种方式实证检验的关于现货市场的引人注目的(可反驳的)假设？

或者它是一个有效的推论(正如适用于欧几里德三角形的勾股定理)，就像 2+2=4 那样具有永恒的真理性？其真理性是否正是来自“自由、竞争市场”的定义？(如果是这样，这些特性是否在纽约和伦敦的现货股票和商品市场就失效了呢？任何“不证自明的公理”出现失效是否都应该归因于“操纵”、“市场不景气”，或者其他市场缺陷？)

对于这个问题，我们考虑得越深入，越会产生这样的疑惑，通过如此深奥的论证到底能得出怎样的结论。美国股票市场几十年的年平

〔1〕 选自 *Industrial Management Review* 6(Spring 1965), pp. 41—49. Cambridge, Massachusetts: Industrial Management Review Association.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均增长率都超过了5%，这一事实是否符合无偏随机游走所谓的“公平游戏”(或鞅性)？自7月收割期至来年春天，现货小麦价格一般都提高(推测是因为仓储成本)，以及在6月价格下跌，是否是一个特例？下一年7月的期货价格呈现出并不很强的季节性，是否证实了所谓的“不证自明的公理”？如果是这样的话，凯恩斯—希克斯—霍撒克—库特纳(Keynes-Hicks-Houthakker-Cootner)所谓的“现货溢价”模型又如何呢？按照该模型，从7月收割到下一年3月，下一年7月的小麦期货价格可以预期会稍许上涨(这是因为农作物持有者需要用一定的成本诱使风险嫌恶投机者与其进行空头套期保值交易)。库特纳模型又怎样呢？根据该模型，一旦小麦库存在3月走低，加工者希望能确保至少有小麦可以加工，便寻求卖空投机者与其进行长期套期保值交易，在4月、5月这样的月份甚至不惜把7月的报价逐步降低。

考虑这些平凡、世俗的事实，不禁让人怀疑，是否从该公理可以推理出任何先验的东西，使得我们对于未来的理解必须已经在当前报价基础上做了“贴现”？的确，假设所有现货市场的参与者在预期无法预期的未来时，都必定是笨蛋。为什么“事后”价格变动应该呈现出某种系统的模型，比如无偏呢？这些关于概率的非常数学化的概念与现货市场报价相关吗？如果是这样，我们又该如何确定它的确是如此？

无论这些问题的答案是什么，我想我们可以怀疑不存在什么先验的东西必须得让同业公会谷物价格按照具体的概率模型变动。也许只是一个幸运的巧合，打个比方说是大自然母亲的恩惠，很多现货价格的时间序列的确表现出不相关游走或者准随机游走的特性。因此，莫里斯·肯德尔(Maurice Kendall)[1]花了好大力气才发现现货谷物价格的序列相关是可以忽略的。我们不必对期货价格变动的这一特性感到惊讶，原因我后面会讨论。但可以确定的是，现货价格应该会随着天气、谷物产量以及谷物种植这些供求因素的变更，以及人口、收入和口味的改变而变动。谁说天气本身一定得呈现出无序列相关？因为气压格局的持续性，一个旱月后面很可能紧跟着一个比平均水平



[1] Maurice G. Kendall. "The Analysis of Economic Time-Series—Part Ⅰ: Prices,"Journal of the Royal Statistical Society 96, Part Ⅰ (1953): 11—25; also in Paul H. Cootner(ed.), The Random Character of Stock Market Prices(Cambridge: The M. I. T Press, 1964), 85—99.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更干旱的月份；等等。也许确实由于价格取决于很多微小的且一定程度上独立的变动因素的综合作用，因此出现了类似随机游走的结果。但这并没有必然性。并且该事实——如果是事实的话——和完全竞争或市场预期并不特别相关。考虑一个以固定价格卖出（或买入）的垄断者，如果他面临的需求或（供给）曲线是大量独立的、累加的变动因素的合成，且每一个因素都是有限的或者说很小的，则合成的特征 $\{q_t\}$ 会呈现出正态误差曲线。

在这点上，读者可能会倾向于质疑我在第一段给出的论点只是给经济学者一些启发。但我希望证明这样的排斥有些过了。

通过假定一个相当普遍的价格变动随机模型，我推出了一个覆盖面相当广的命题，即下一阶段的差价经证实与现阶段的差价无关（如果不是完全独立的话）。这一零预期资本收益的轶性将被略微普遍一些的实例——每单位时间固定的平均涨幅所取代。

没有付出，就没有收获。你不可能从没有实证基础的公理中得出实证结果。演绎分析不能确定我假定的随机模型的实证特性是否真的近似于今日现实世界市场的实证决定因素。这个问题我不在此进行研究。开头一段中的论点在针对竞争市场的讨论中长期困扰着经济学家们，仅此一次，如果我可以为该论点找到确定的要旨，我会非常满意。

▶ 结论

……对于已确立的命题没必要过多去研究。它不能说明真实的自由竞争市场很好地运行着；不能说明投机是一件好事或者价格变动的随机性会是件好事；也不能说明任何通过投机获得收益的人按理应该得到这些收益，乃至说他已经为社会以及除自己之外的其他人做出了贡献。以上的说法可能全部正确，也可能全部错误，但这就需要进行不同的研究了。

我没有在此讨论这些基本的概率分布可能从何而来。哪些人认为它们是事前估计？其中是否有事后确认？它们是否被认为整体都属于市场？那又意味着什么？它们是否被认为属于“代表性个体”，那么他又是谁？它们是不同期望模式的某种可防御的、必要的妥协？报价是否会以某种方式产生事前主观概率的帕累托最优配置？这篇论文并没有试图对这些耐人寻味的问题做出判断。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资组合风险新范式[1]

罗伯特·H. 杰弗利(Robert H. Jeffrey)

"风险"和"冒险"可不是一回事。代理人(投资组合经理)能够经历冒险,或者价格波动性,只有所有者会真正经历投资风险——得不到现金收益的风险——泰德·杰弗利解释道。





托马斯·库恩在其里程碑式的著作《科学革命的结构》中,将所谓的"理性模式"的衰落认为是范式的更迭,他在书中写到:"任何领域、任何时期的科学家对世界都怀着一套共同信念,在那个时期,这套信念构成了主导性的范式……实验都是严格在这些信念范围内做的,前进的每一个步伐都是很小的。" 库恩引用托勒密的地球是宇宙中心的观点,评论道:"为了在托勒密范式的基础上准确地预测天文事件,发展出了复杂的数学公式和模型。"但是直到哥白尼和科普勒发现,当太阳代替地球成为宇宙模型的中心时,"公式操作起来更容易……",从而天文学的一次"范式更迭"开始了,并为取得更大的进步奠定了基础。[2]

这篇论文旨在提出一个相近的论点。我断定,在更世俗的层面上,如果范式更迭是发生于"投资组合风险是投资组合收益波动的严格函数"这一"理性模式"或"共同信念"上,那么,我们的投资组合管理方法也应该"操作起来更容易"且报酬更高。

---

〔1〕 经允许重印。
〔2〕 T. Kuhn, The Structure of Scientific Revolutions(Chicago: University of Chicago Press, 1970),引自 T. J. Peters and R. H. Waterman, Jr., In Search of Excellence (New York: Harper and Row, 1982), 42.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

▶ 案例概要

这篇论文将提出目前的范式是不完善的。更重要的是，它常常会误导大量的投资组合所有者，因为该范式不能弄清投资组合风险是其资产和负债，特别是两者间现金流关系的时变特征函数。因此，我要为"理性模式"的风险代理做一个修正，即增加对负债的考虑（负债通常是高度私密的），并且有益于让投资组合所有者更加深入地介入风险决策过程。

最后，这篇论文将说明接受投资组合风险定义的修正在很多情况下如何很自然地导致资产配置政策的发展，以具体适应每个投资组合所有者的特别需求，而且常常是奇怪的需求。毕竟，这样的资产配置可能是"老练的"投资者所孜孜以求却多数不能实现的。结果是大部分的机构拥有"看上去一样"的投资组合，即使这些机构本身有显著差异。

我所提出的一些论点已经有人至少零零散散地提出过。施密德(Smidt)在讨论投资期限和绩效评估时问道："常规风险测度和报酬评估的相关性如何？"[1]特雷纳(Trainer)及其同事主张"持有期是风险阈值的关键"。[2] 事实上，我以前就建议"机构投资者的主要部门"的持有期或投资期"……确实是无限的，至少终有一死的凡人感觉其是无限的"。[3] 列维(Levy)认为"在配置资产时，投资期和(收益)易变性同等重要"，并提出"我们需要给风险一个恰当的定义"，这简明地总结了那些被目前的风险范式困扰的人们所关心的问题。[4]

我希望这篇论文中的信息可以最终传达给投资组合所有者，特别是首席执行官和董事会，说到底是由他们全权负责来决定适合其各自情形的风险测度。从一个更雄心勃勃的层面来说，我认为这里提出的概念与各种资产的所有者都是相关的，不仅是金融资产；还和各种类型的投资组合相关，不仅是机构的投资组合。

---

[1] S. Smidt, "Investment Horizons and Performance Measurement," The Journal of Portfolio Management(Winter 1978):18.

[2] F. H. Trainer, Jr., J. B. Yawitz, and W. J. Marshall, "Holding Period Is the Key to Risk Thresholds," The Journal of Portfolio Management(Winter 1979):48.

[3] R. H. Jeffrey, "Internal Portfolio Growth: The Better Measure," The Journal of Portfolio Management(Summer 1977):10.

[4] R. A. Levy, "Stocks, Bonds, Bills, and Inflation over 52 Years," The Journal of Portfolio Management(Summer 1978):18.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接受新风险范式可能证实对很多投资组合所有者都是有益的这一结论源于一个信念，即目前对于给定情况下真正构成风险的因素的误解通常导致股权内容并非最优的投资组合，因此其长期收益低于否则可能得到的收益。[1] 此外，无法明确了解在给定情况下能承受多大波动性的风险通常会激励所有者试图通过“波段操作”来抑制波动性。我(还有其他人提出过)在其他地方提到过，波段操作一般导致平庸的长期绩效结果。[2]

一旦我们接受以下三个前提假设(其中只有第三点可能是陌生的)，那么建立一个可以让所有投资组合形势更直观易懂的风险概念的效用就变得更明显了。

1. 市场是大部分有效的，从这个意义上来说，我们只能期待通过有效的资产管理使投资组合收益得到适度提高。

2. 有效分散风险的投资组合收益确实在长期来讲直接随波动性的变化而变化，从这个意义上来说，收益确实是目前界定的风险的函数。

3. 精明的投资组合所有者一旦面临构成适当水平风险的不确定因素，通常宁可承受过小的波动性而不是过大的波动性。

根据前两个假设前提，我们很容易得出提高收益的最有效方法是确定何种程度的波动性确实真正影响到了投资组合所有者真正的风险状况，然后选择能提供在承受限度内最大的波动性，因而在相应风险下带来最高的可能收益的投资组合。因为与适度风险水平相关的不确定性常常导致对波动性影响的夸大其词，投资组合所有者对于在他们的特定情况下真正构成风险的因素存在不确定，能够降低这种不确定的“理性模型”的任何变化，应该会对未来的收益有积极的影响。

▶ 将波动性作为风险代理存在的问题

将投资组合风险完全等同于投资组合收益波动的问题就是论点中没有提及到底波动性让我们冒了什么样的风险。为了类比，我



[1] 虽然对于读者而言可能是不必要的，我们仍在此注明，运用 Ibbotson 和 Sinquefield 1981 年整年的数据，相较于 90 天国库券 3.2%的利息率，1926～1983 年间标准普尔 500 指数的年均总回报率是 9.6%。

[2] R. H. Jeffrey, "The Folly of Market Timing," Harvard Business Review(July—August 1984).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们考虑日常生活中最普通的一个例子——天气。天气波动的风险通常对于绝大部分人来说是极小的，只要他们不是农民、船员、户外运动承办者或者冬季徒步在山里远足的背包旅行者。因为没有每天带雨衣的负担而感觉得到了“奖励”，乘车上班族更宁愿在他们走到办公室的短暂路途中承担偶尔被雨轻微打湿的微不足道的风险。另一方面，到山里长途背包旅行，显然带的东西尽可能轻就已经是一种“奖励”了，精明的徒步旅行者仍然会背负重达几磅的雨具甚或帐篷来避免严重甚至更严重的身体不适的风险。

波动性就其本身而言，无论是与天气相关、与投资组合收益相关，还是与晨报投递的时间有关，都仅仅是一个无关紧要的统计概率因素，除非结合结果，否则解释不了风险。只有我们用“某某的概率”这样的措辞来描述那个概率时，它的计量才有意义。如果这个“某某”无关乎给定的个人或集体，那么“某某”发生的概率也同样无关紧要；反之亦然，且介于两者间的情况也是如此。正如一名期刊编辑多年前提醒他的客户说：“构建投资组合时决定性的问题是亏本的后果，这远比亏本的几率要重要得多。”[1]

那么，其可能发生应该与我们相关的具体后果是什么呢？

▶ 风险是没有足够的现金来买一些重要的东西的概率

既然**投资组合**从词源上讲是非现金的一堆纸（参见关于“投资组合”字面意义的注释[2]），既然几乎我们买的所有东西或我们收回的每一桩债务都需要使用现金，持有投资组合的真正风险是所有者在持有期间或者在某个终止日期或者同时，无法获得进行必要支出所必需的现金，包括偿付到期款项（至于养老基金，其购买包括对之前提供的服务的延期付款）。施密德恰当地指出：“投资者最终感兴趣的是”通过把非现金资产兑换成现金，“他们将能够从投资组合中获得未来一

[1] P. L. Bernstein, “Management of Individual Portfolios,” in S. Levine, ed., *The Financial Analyst's Handbook* (Homewood, IL: Dow Jones－Irwin, Inc., 1975), 1373－1388.

[2] 投资组合(Portfolio)一词源于拉丁语“portare”(携带)和“foglio”(页或一张纸)，因为罗马人已有表述现金之义很成熟的单词“moneta”，本可以用于“现金箱”一词中；我们可以推断“foglio”指非现金形式的纸。那么从词源上看，“投资组合”甚至所谓的“投资证券组合”和现金区分得很清楚，也不应该混淆。在我们生活的逐日盯市的世界里，大多数投资者却未能对此作出区分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

连串的消费”。[1]

然而，因为一种投资组合的“现金可兑换性”直接随其收益的波动而变化，所以这两者一般可互换使用，也许有人会辩驳说现金需要量绝不会影响风险替代的波动性的有效。这样的辩驳忽略了一个关键的事实，即**不同的投资组合所有者对现金有不同的需求**，正如上班族和背包徒步登山者对防护服有不同的需求一样。

购买能力，直接随投资组合的波动而有变化，不能与购买需求相混淆。后者……正如施密德指出的，是投资组合的**存在理由**，或者应该是决定投资组合中的资产如何在易兑换及不易兑换成预期数量现金的证券中分配的关键因素。通过对强调“购买需求”而非“购买能力”的风险范式予以完善，我们鼓励每个投资组合所有者对于是否要带“雨衣”(即变动性低的、“更接近现金”的资产)做出清醒的决定。因为别人带了雨衣所以自己也带雨衣，仅仅是赶时髦，但在投资决策上赶时髦一般会导致平庸甚或更糟的结果。

从中我们不难发现，严格来说，被广泛使用的词汇“投资组合风险”本身是没有意义的，因为《韦氏大词典》对风险的定义“受损和受伤的几率”不存在抽象的意义。正如天气一样，投资组合不能感觉到痛苦；仅仅是那些在某天气下**旅行的人**和某投资组合的**所有者**才承担随之而来的所有风险。那么，什么是“所有者的风险”呢?

所有者的风险是通过其“匹配”程度来衡量的，当投资组合从收入和本金兑换为现金所得的最小预计现金流被按时间段累加在所有者未来进行必要支出所需要的最大现金量上时，就有了“匹配”。这种并置提供了连续的一系列估计的现金流表。资产预期的未来现金兑换价值(包括其收入流动)和负债预期的未来现金需求之间的周期性差异，在估计的现金流表上要么以盈余和隐含的消极风险揭示，要么以赤字和隐含的积极风险揭示。然而，在所有的估计的现金流表中，问题不在于算术技巧，而在于预期现金流时假定的精确度。



已经有大量有用的研究针对不同投资组合在不同时间框架下现金兑换价值的可预测性展开。在这个上下文背景中，“可预测性”和“现金兑换价值”可以被粗略诠释为“波动性”和“总收益”。然而我们

[1] Smidt，前面引用的书 p. 21.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还有未完成的事，典型的就是对于等式的负债项没有做一个同样彻底的分析，即投资组合所有者未来现金需求的必要性、时间选择、数量及可预测性。

▶ **总结：由现金需求驱动过程**

在上面的分析中，风险就是没有充分现金进行必要支出的可能性。而传统的风险代理和收益波动性确实反映了投资组合持有者资产的现金兑换价值可能的变化性，但不反映负债的现金需求以及未来的债务款项。因为基金资产存在的目的就是为了服务于这些现金债务，而各基金在数量、时间选择、必要性以及可预测性上都大相径庭，当证券组合所有者只根据等式中的资产项来定义风险时会被严重误导。

具体地说，因为历史和理论都证明了，随着收益波动性的增加，各种投资组合收益也呈现出历史性的或理论性的增长，所以应该明确地鼓励所有者根据自己的特殊情况考虑各自的未来现金需求，决定资金所能承受的最大限度的收益波动性。然而，理论家直接把波动性和收益相关大概是正确的，但决定所有者能够承受多大限度的波动性，以及理论上能够获得的投资组合收益水平的是所有者的未来**现金需求**。

我强调**现金需求**的意图就是特意将风险决策过程的责任从资产管理者转移到投资组合所有者的头上。正如一个作者提醒我说："支出决策（也就是未来现金需求）是投资组合管理等式中所有者完全可控的一部分投入。"[1]此外，在很多情况下，最好能够不需要外部代理，由所有者自己对他以前的支出决策对未来现金需求的累积效应进行推测、制订计划、做出可信的修改并确保不受其影响。

最后，通过让现金需求驱动投资组合管理过程，所有者可以更明智地做出未来花费的决策。假以时日，所有者可以形成并维持一套可理解的、可靠的投资组合策略，是他在其特定的现金需求情况下获得最理想的投资组合收益。用一句话来说，仅仅基于波动性的传统的、狭义的投资组合风险鼓励所有者运用一个通用的风险评估标准，他们自身对于一个本质上高度私密的问题几乎不用承担责任。

〔1〕 J. P. Williamson and H. A. D. Sanger, "Educational Endowment Funds", in *Investment Manager's Handbook* (Homewood, IL: Dow Jones-Irwin, Inc., 1980), 839. 实际的引文是 "The spending rate is totally controllable."

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现行原则有多真？[1]

彼得·伯恩斯坦(Peter Bernstein)

彼得·伯恩斯坦，是以自己名字命名的公司的总裁，是一位在经济和投资事务方面受人尊敬的研究者和评论家。他是一名编辑，正是他将《投资组合管理期刊》发展成为了专业投资者和学者之间交换思想和经验的一个精彩的平台。以下(很抱歉删掉许多文献资料)是他典型的新颖、有时惊世骇俗、并且总是清晰易懂的论点之一：债券应该和现金兑换角色，变为资产分配中“残余的边角料”，以减少投资组合风险和提高收益。





为什么投资组合资产的常规分配都是在股票和债券之间？为什么现金是投资组合中的“边角料”？被少量持有，并且只用来作为购买两种长期资产的储备？有没有把现金本身作为基本资产的例子？如果有，那么债券和股票是不是也可能成为“残余的边角料”呢？

对这些问题的回答引出一个非常规的结论。债券在投资组合中是没有合法地位的，除了在两种特殊的和指定的情况下：第一种情况是，债券市场上不寻常的短期机会确实出现了，而且不应被忽视；第二种情况是，债券可以最好地满足一些投资组合的独特需求，特别是那些相比其资本规模而言经常性支出很高的投资组合的需求。

概而言之，只持有股票和现金的投资组合相比那些把资产集中于股票和债券的常规投资组合，风险并未增长，却可以提供更高的长期预期收益。这就意味着在长期投资组合的资产分配中，作为残余的边角料的应该是债券而非现金，除非独特的投资组合需求占优的情况。

---

〔1〕 选自：*Investment Management Review* 3(March/April 1989), pp. 17—24. New York: DMA Communication, Inc。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我要强调的是，这个分析关注的是现在大部分人所称的战略性资产分配而不是战术性资产分配。换句话说，我考虑在长期，当资本市场的任何单个部门没有非正常的机会时，一个均衡的投资组合的可选择范围。这与利用市场失衡而从战略性资产分配中暂时转移出来的战术性资产分配形成了对比。

多样性和资产选择

大部分投资者在决定适合的战略性投资组合时会将股票作为首选资产，只是因为股票可以承诺最高的长期回报率。

同时，大部分的投资者发现投资组合百分之百都由股票构成风险太高。这就是人们多样化投资的原因，他们试图避免把所有的鸡蛋都放在同一个篮子里。我们所要面对的基本问题是投资者作为多样化的手段如何能有效地将股票和债券、现金结合在一起。

让我们先想一想多样化投资是如何实际运作的。虽然多样化投资帮助我们规避了资产同时下跌的风险，但这也意味着我们失去了资产同时上涨的机会。从这个角度来看，多样性投资是件喜忧参半的事。

为了使这件喜忧参半的事尽可能有利，有效地多样化投资有两个必要条件：

1. 各类资产收益的协方差必须为负；如果为正，我们依然得承担所有资产同时下跌的风险。

2. 所有资产的期望收益应该较高，没有人希望持有亏本可能性很大的资产。

债券和现金在何种程度上满足这些条件？

首先考虑协方差。我们知道债券收益和股票收益的相关性是多变的，但我们也知道它们大部分情况下是正相关的……股票收益和现金的相关性甚至更弱；尽管如此，它们还是存在负相关。债券和现金的相关性也很弱，但是它们还是倾向于正相关。

如果债券收益和股票收益正向相关，但是股票的期望收益更高，那人们为什么要费力劳神地持有债券呢？原因有二：第一，债券带来的长期预期收益比现金带来的预期收益要高；第二，债券收益占当前收入高比例的同时，通常比股票收益的波动性要小。

然而，债券有三个显著缺陷：第一，在大部分时间，债券的预期收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益比股票低——当我们延长投资期或者持有期时，这个差额随之增加；第二，债券收益通常和股票收益朝着同一方向运动，使得债券无法成为一个完美的多样化手段；第三，债券很容易是负收益（价格下跌幅度能够大于利息收入），而现金没有这个弱点，至少名义上是这样。……

债券和股票的月收益和季度收益在70%的时间里同时为正。这一比率随着持有期的延长而增长，因为长期而言，所有资产得到正收益的可能性都会更高。

意思很明确：大部分时间里，债券在增长，股票市场在上升。除非在债券趋于产生更高收益的情况下，不然它们只会在相对不常见的时期里，也就是债券市场在上升而股票市场在下跌时对投资组合总绩效做出可靠的贡献。

现金是如何起作用的？

虽然现金一般比债券的预期收益要低，但我们看到在债券收益为正时，现金收益仍然能够在30%甚至更多的时间内不逊于债券。而当债券收益为负时，现金总是能比债券更胜一筹。

因此，有逻辑的步骤是尝试一种投资组合，通过增加投入股票的份额来抵消现金更低的预期收益。因为现金没有负收益，所以该组合的波动性就不会比有债券的投资组合更高。

……对比由60%的股票、40%的债券和零现金构成的投资组合以及由75%的股票、零债券和25%的现金构成的投资组合。

结论显然有利于零债券的投资组合，它会在几乎同等水平的风险下带来更多的收益。在138个季度中有88个季度，也就是64%的时间里，零债券投资组合的绩效要胜过零现金投资组合。

▶ 为什么还要债券？

……资本市场上的货币不均衡为持有债券提供了战术性的机会。另外，出于谨慎的考虑，一些投资组合，特别是那些开支需求与资本价值高度相关的投资组合，需要投资在能提供较高当期收入的债券上。另外，积极的债券管理涉及变化固定收益投资组合的持有期和凸性，也会比直接的现金投资得到更多的回报/风险预测。

所有的这些因素都不能动摇基本的结论，那就是长期债券是一种不理想的资产，它的期望预期收益不如股票，抗风险性又不如现金。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以那些将债券放入投资组合的投资者应该有清楚和确凿的理由来这样做；不然，债券在投资组合中不应有一席之地。

风险测度新理论[1]

丹尼尔·伯努利(Daniel Bernoulli)

丹尼尔·伯努利(1700～1782)是瑞士一个杰出的数学世家伯努利家族的一员，也是巴塞尔大学的一名教授。他曾荣获法兰西学院奖十次以上。由他提出的效用概念构成了所有投资组合管理理论的基础，这篇文章节选自他1738年提交给彼得堡皇家科学院的论文，就阐述了这一概念。



§1. 当数学家们刚开始研究风险测度时，就已经对以下命题达成了共识：

期望价值的计算方法是：将每一项可能的收益乘以产生这一收益的次数，然后用这些乘积的总和除以收益可能发生的总次数。在这一理论中，需坚持的一点是要考虑到所有可能发生的次数具有同样的概率。

如果接受了这一法则，那么在这个理论框架中剩下来要做的就是列举所有的选择项，将它们细分成概率相等的实例，最后将它们插入到相应的分类中去。

§2. 严格的检验表明，由这一定理涌现出的大量证明都依赖于一个前提假设：

因为没有理由假设两个人遇到的风险[2]是等量的，而每一个

〔1〕 选自：*Econometrica* 22(January 1954；originally published 1738，Petersburg)，pp. 23—26. Evanston，IL；The Econometric Society。
〔2〕 换句话说，风险主张(赌局)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人都会希望他的欲望得到更大的满足，他们预期的风险必须在价值上被认为是相同的。

这些人自身的特征都不应该被考虑在内，只有那些与风险相关的因素才被仔细地估量。然后，由主管当局设立的最高法官们可能做出相关裁决。但事实上这里不需要裁决，而需要商议。也就是说，应当建立一个任何人都可以鉴于自己具体的财务情况来估算其风险事业前景的法则。

§3. 要想更好地予以说明，考虑下面这个例子可能是明智的：一个穷人以某种方法获得了一张彩票，要么一无所获，要么获得20 000达克特[1]，其概率是相等的。这个人会评估出他的胜算是10 000达克特吗？他会愚蠢到不愿意以9 000达克特卖掉这张彩票吗？在我看来，答案是否定的。另一方面，我倾向于相信一个富人会非常轻率地拒绝以9 000达克特的价格购买这张彩票。如果我的判断没有错，那很显然，不是所有的人都会用同样的准则来衡量这个赌局。那么，在§1中建立的法则就得被摒弃。但任何对这个问题感兴趣的聪明人都会确定，我们可以对这个法则中使用的**价值**的概念进行定义，使得全部的步骤能被毫无保留地普遍接受。要做到这一点，确定一件物品的**价值**就一定不能依据其价格，而应依据它产生的**效用**。物品的价格只取决于它本身，所以对于每个人来说都是一样的；而效用取决于人们做评估时的特殊情况。所以毋庸置疑，1 000达克特的收益对于穷人比对于富人更为重要。

§4. 这个讨论已经发展到了任何人都可以仅仅通过同一原则的意译来进行调查研究的地步。然而，因为这一前提假设是全新的，它可能仍然需要一些具体的阐述。因此，我决定举例来说明我的探索。同时，让我们把它作为基本的法则：

如果将每一项可能的利润期望效用乘以产生这一利润的次数，然后用这些乘积的总和除以利润可能发生的总次数，就得到了



[1] 达克特是18世纪以前欧洲大陆都承认的一种货币，主要用于贸易。每一达克特相当于纯度为98.6%的金3.490 9克。第一次世界大战前后逐步退出历史舞台，但时至今日，仍有银行铸造达克特金币供私人收藏和投资。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均效用[1](心理期望)，那么与这一平均效用相应的利润将等于问题中的风险价值。

§5. 因此很显然，有效的风险价值的测度必须要考虑它的效用，也就是说，什么样的收益带给个体效用，或反过来说，产生给定的效用需要多少利润。

投资方案中的择时考虑[2]

本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)
戴维·L. 多德(David L. Dodd)

这篇发表已有40年的文章节选自本杰明·格雷厄姆和戴维·多德的《证券分析》第三版，解释了他们质疑"时机"的原因。他们认为"主要的考虑"并不是投资者什么时候买入或卖出，而是"在什么价位买入或卖出"。



▶ 投资方案中的择时考虑

普通投资者秉持的陈旧的投资规则是：一旦他们手上有可用资金时，就应该去买好的证券。因为如果他们等待低价，就会失去这部分钱所带来的利息；即使价格下跌，他也可能会"错失市场机会"；所以，无论如何，他都会让自己成为一个股票交易员或者投机者。这一观点很大程度上仍然是正确的。然而，投资者应该明确不买入普通股票的时候正是牛市的顶部。在大多数情况下，这相当于说他不应该以高于保守分析认为适当的价格买入——这有点老生常谈了。但是，当普遍

〔1〕 该词由伯努利原文中的"emolumentum medium"意译而来，字面意思是"平均效用"。

〔2〕 经允许，选自：*Security Analysis: Principles and Techniques*, 3rd edition (1951; originally published 1934), Chapter 5, pp. 47—59。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格水平看上去高得有些危险时，这一警示同样适用于表面的"廉价证券"的购买。

还有其他两个关于投资择时的主要问题。第一个是投资者是否应该尝试预期市场的变动——力图就在一次增长开始前或者在增长的早期买入，然后在价格下跌前的相应情况卖出。我们对此武断地认为不可能所有的投资者都能把择时做到这种程度，而且任何典型的投资者都没有理由相信他们在这里可以比那些追求同样虚幻目标的无数投机者得到更可靠的建议。而且投资者主要的考虑因素并不是什么时候买入或卖出，而是在什么价位买入或卖出。

这是"择时"哲学已经几乎被完全忽略的方面。投机者总是关注择时是因为他想很快获利。但对投资者来说，相比等到有利的购买"信号"出现才进行投资，等待利润并不是坏事，除非他成功地以一个能够抵消其股息损失的足够低的价格买入。这就意味着择时就其本身而言，除非和定价一致，才能使投资者获得收益。具体地说就是，如果他的目标是多次买卖，那么他的择时方案必须能使他重新买入股票的价格大大低于他之前卖出的价格。我们不相信股票市场择时的流行方法——著名的道氏理论——能使投资者实现这个目标。

在我们看来，择时方案一个更严重的问题是由明确界定的股市周期性变动引出的。投资者应该努力将自己的购买行为控制在周期性熊市的底部，以及对应地，在周期性牛市的顶部卖光吗？在这种方案下，择时和定价明显是一致的——他将在正确的时机买入是因为他将在正确的价格买入；反之亦然。

没有人可以预先告诉我们如何在未来的几年中证明这样的一种投资哲学是有效的。可能必须从市场过去的历史中对其进行理论上的证实。如果我们稍微用心地对此进行研究，就会发现得出的指征并不太令人鼓舞。

……对于过去的50年(1900～1950年)的前半段，价格摇摆的幅度和持续时间的规律性足以支持以下观点：差不多每五年就会有一次，投资者可以在明确的低位买入股票并在明确的高位卖光。但是自从1925年来，连续性的市场摇摆之间的一致性比以往低得多，从一个低点(或高点)到下一个低点(或高点)间的时间间隔越来越长。事实上自从1919年的牛市顶峰以来，30年里随后只出现过三个顶峰——



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分别在1929年、1937年和1946年。自从1921年的熊市底端以来，只有两个很明显的底端——分别在1932年和1942年——再加上在1938年和1942年期间的一个不是非常典型的市场周期。

▶ 道—琼斯工业平均指数的中心价值

我们已经运用"中心价值法"将道—琼斯工业平均指数中的股票的买卖行为作为一个整体进行研究，并根据其结果做了一些事后计算。该方法包括对于道—琼斯单位的实际评价，以及以低于该价值的固定低价买入、以高于该价值的固定溢价卖出的决策。实际上，这和花少许力气等待一个历史表明的低价/高价来买入/卖出没什么大差别。这些结果在理论上相当吸引人，但是我们不相信人们会有多大信心用它们来预测未来，不相信它们能保证带来足够多的收益以抵消其带来的"错失市场机会"的风险以及在很长一段时期内失去投资收入的风险。这些风险可能导致该事业在本质上变成投机性的，除了盈亏的数学概率，它将无法很好地满足典型投资者的心理。

通货膨胀和养老金[1]

威廉·C. 格林纳夫(William C. Greenough)

威廉·格林纳夫是高校教师退休收入领域里的智力领袖，他起草的一篇分析文章促成了大学退休权益基金(CREF)的设立，这是一种建立于教师保险及年金协会(TIAA)之下的与证券关联的年金类产品。在该文发表时期之前，教育退休金投资几乎完全局限于债券。



在近几十年来，快速且影响深远的经济变化大大凸显了给老年人

〔1〕 经允许，选自：William C. Greenough, *A New Approach to Retirement Income*(New York,1951),7—15。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提供足够的收入储备的困难。20 世纪以前，在退休计划方面几乎没有什么作为；在不断扩张但仍以农业为主导的经济下，人们对这一问题几乎没有认识。

安德鲁·卡耐基(Andrew Carnegie)在 1905 年拿出1 000万美元为大学教授设立免费的养老金，这对教师以及其他群体的退休计划起了极大的推动作用。1918 年，卡耐基教育促进基金会和纽约卡耐基公司通过建立美国教师保险及年金协会(TIAA)设立了一种造福于教师的更广泛、更持久的缴费年金。当时，美国正从第一次世界大战中崛起，没有人预见之后将紧接着发生剧烈的经济波动，以及由这次历史上最深重的萧条引发的第二次世界大战和长期沉重的国防开支。

当为老年的收入做计划时，教师，确切说是任何人，必须找到一个方法最有希望让他在不能依靠自身努力挣到一份过得去的收入时得到真正的保障。退休保障引发了一个非常麻烦的问题，即它不仅意味着要提供足够的美元年金收入，还意味着要提供当前购买力下适当的收入。传统的为退休而储蓄的方法在提供美元收入方面非常有效，但达不到提供有适当购买力的收入的目标。20 世纪 30 年代，物价普遍偏低，享受年金者和其他靠固定收入生活的人得到了高于他们预期的"实际"收入或者说购买力收入；而在 1950 年，他们的实际收入严重缩水。目前情况下没什么证据可以让我们确认 1960 年、1970 年或 2000 年的美元购买力将和今天一样。即使这可能意味着当物价偏低时减少美元数量；但这更意味着当物价高时，我们应提供更多的美元作为退休收入。



知名权威人士相信我们的经济体系现在"充斥着很深的通货膨胀趋势"，特别在伴随着巨大国防开支的战争时期或者国际紧张局势下。他们矛头指向税收结构、工资(按生活指数)伸缩条款、平衡价格、预算赤字、政府从商业银行借款、低利率、成本加成合同、补贴，诸如此类。一些人将矛头指向凯恩斯主义经济学、强调充分就业、公共福利国家和反对回归金本位制度。

以往我们时不时听到"新纪元"哲学；在重大转折之前，这种说法非常盛行。有足够的证据说明供求关系没有被否定。在经济中存在紧张和压力，会导致未来某一时间的大萧条。虽然世界和平的希望看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上去过于理想化，但绝不是说发生长时间的世界和平是不可想象的事。世界和平在美国可能伴随着持续的生产率增长、生活水平的提高和物价下跌。

在任何时候，通货膨胀或者通货紧缩的压力似乎都更大。但是退休收入计划是一个相当长的过程。经济中的短暂变化相对不那么重要；目标必须是为退休人士提供合理的保障，不管美国的经济向哪个方向发展。

困难在于似乎没有抵御通货膨胀的完美办法。然而，我们有很好的理由相信可以通过扩大工作期间积累的资金的投资范围和投资多样性来大大提高退休保障。

▶ 与一般投资方法的比较

通常，普通股个人投资者在某一天仅仅买入一只股票，然后持有它，在以后某个日子卖出。因而无论在种类上还是时间上，他都没有充分多样化。对普通股票绩效的大部分研究都是拿出某个时点的特定股票清单，追踪它们到另一个时点间的变化过程。一旦使用这种买卖股票的方法，起讫日期就极其重要了。

投资公司的出现，特别是开放式共同基金的出现，让个人投资者有机会选择在各个品种中充分分散化的基金。个人可以在一些基金上定期投入一点小钱，然后在获得品种间多样化的同时，也在不同时间获得多样化收益，除非他不再坚持长期投资计划。然而，如果个人在某一个时点上把全部基金都兑换成现金，那么普通股票那个时点的市场价格就非常重要了。

为大学退休权益基金设计的投资方法把一些著名的原则融入了更广泛的新模式。通过将许多员工和个人年金储蓄的一部分集合成一笔可观的基金，然后投入一些行业的大量公司，我们将实现证券投资品种间多样化的原则。通过在每个参与者工作期的大部分时间里月复一月、年复一年地接受小额支出，我们将实现证券投资时间上多样化的原则。这些支出与薪水直接相关，并且无论普通股票价格水平如何都会持续进行。通过在价位偏低而非价位偏高时以给定的溢价购买更多的股票份额，我们将有效运用平均成本投资法的原则。即使在 20 世纪 30 年代早期，薪水在很多情况下都有所减少，现行政策下的年金溢价收入也证明比其他投资媒介的回报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更稳定。

也许，最引人关注的创新是单位年金。几乎没有人能够期望到退休时有足够的积累供他完全依靠投资收益生活。在一般情况下，退休的个人不敢动用过多的资本，因为他无法知道自己或自己的妻子还能活多久。有些人在退休不久就去世了；也有一些人能够再活 30 年甚至更久。通过终身年金，个人能够安全地用完利息收益和资本，进而在整个余生获得高得多的收入。

单位年金或是浮动年金直接把年金原则运用到新的投资领域——普通股上再次让个人确信他能将资本和股息支付用完，不用担心人活着却没收入可用。

➤ 从数据得到的总结论

这一经济研究当然是基于历史的数据，有切实的理由说明为什么证券未来的表现不如过去或者为什么证券未来的表现比过去更好。并非所有之前提到的通货膨胀的压力都会反映为普通股价格和股息的增长，有些还恰恰相反。类似地，并非所有使价格水平趋稳或下降的影响因素都意味着普通股表现减弱。

在对从历史数据中得出的这些结论进行解释时，必须充分意识到它们并不一定是对未来的预告。然而，它们必须涵盖通货膨胀和通货紧缩的时期，以及普通股表现良好和糟糕的时期，这样可以得到在不同经济情况下可能出现的情形。

研究中的比较来自于所有寿险公司——如果有可能的话——和大部分普通股的总平均数。因此，背后的研究和数据尽管直接与在高等教育领域内的退休计划相关，但也当然可以更广地应用于长期投资项目和引导退休储蓄注入生产企业。

我们到这个时候才给出总结论，以便读者可以在阅读过程中比照数据对结论进行检验。当然得出这些结论要研究的数据比我们认为这篇报告所实际涉及的数据要多得多。

1. 将个人所有的退休储蓄都投入到美元债务中是不明智的，因为美元购买力的下降会严重减少固定收入年金的价值。从另一方面来说，美元购买力的增加也改善了固定收入年金所有者的状况。

2. 将个人的退休储蓄都投入到证券投资中也同样是不明智



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，因为普通股的价格变化过于显著，不允许完全依赖它们作为退休期间所需的稳定收入。普通股和其他证券的价值变化与生活成本的变化绝非完全相关，但是它们对通货膨胀的防御比债务要好得多。

3. 通过提供终身单位年金的一家权益基金向一个部分投资债券、部分投资普通股的退休计划缴款可以保证退休收入的供应，使其立刻在很大程度上避免了数量的剧烈波动和价格水平变动导致的严重贬值。

4. 权益基金应该不以美元做担保，它的负债应该总是直接通过其资产来评估。这是我所建议的安排的基点，主要原因有两点：

第一，它保证权益基金在技术意义上是"失败之证据"，在市场低谷时其资产不能被强制清仓。无论市场是高潮还是低谷，权益基金的负债都会自动限制在其资产的当时市场价值之内。典型的养老金计划，负债以美元做担保且资产部分投入波动的证券，比如普通股中；因而在这一点上是脆弱的。

第二，它保证了个人参与者在权益基金的净资产增长中能按比例获得全部收益。在部分投资于普通股的典型养老金计划中，雇主给雇员一个固定的美元养老保障。任何普通股价值的增长通常被用于减少雇员的成本或者建立储备金，然而在物价上涨时期，它需要作为员工增加的收益。通过免受美元承诺限制的普通股基金，参与者有更广泛的机会通过其部分储蓄分享美国经济发展的收益。很明显，要得到分享增长的机会，也必须情愿分担净资产价值的下跌。

获取收益的机会也会伴随着当净资产减少时要承担损失的意愿。

5. 普通股投资通过逐月地购买——无论低价还是高价——获得收益，为投资部分退休基金提供了一种非常有效的方法。个人证券的大部分困难都源自缺乏品种间的多样化和时间上的多样化。只要定期付款给一个投资于普通股的基金达到适当长的时间，只要每个人拥有一个大的充分分散化的基金的一部分，只要在某一特定的时点证券没有大量的进出变动，结果通常比全部或大部分投入债务偿还要好得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

输家的比赛[1]

查尔斯·D. 艾里斯(Charles D. Ellis)

“在过去30年中，有那么多有天赋、有决心、有雄心的专业人士进入投资管理领域，他们中的任何人不再可能频繁从其他所有人的错误中获利或者以足够的规模击败大盘。”在这一背景下，查尔斯·艾里斯在1975年对于为什么很难在市场比赛中获胜做了经典阐释。



从贝克尔证券、美林公司和其他绩效评估公司的计算机里正源源不断地输出令人不快的数据。这些事实和数字一而再、再而三地告诉我们投资经理表现不佳。全美国一流的投资组合经理不仅无法创造积极的绝对回报率(毕竟，熊市已经持续很长、很长一段时间了)，也不能创造积极的相对回报率。与他们经常明确表达的目标——击败大盘相反，投资经理并没有击败大盘，倒是大盘击败了他们。

人类面对与自己的信念相反的信息时，通常有如下两种反应：一些人将同化这些信息，改变它——正如牡蛎用珍珠层覆盖讨厌的硅石颗粒——于是他们可以忽略新的信息并坚持他们原先的想法；另一些将接受信息的正确性，他们并非改变新数据的意义来使之符合他们旧概念的现实，而是调整了他们对现实的认知来适应这些信息，并进而予以运用。

心理学家告诉我们，旧概念的现实对一个人，或者说对一个人的自尊感和内在价值感越重要，他就越顽强地持守旧观念，并且越坚持

〔1〕 选自：The Financial Analysts Journal, Vol. 31, No. 4, July/August 1975, 19—26. New York: Financial Analyst's Federation.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要忽略或拒绝那些和他旧的、熟悉的世界观相矛盾的新证据。这种行为在非常聪明的人群中尤其普遍，因为他们能够很容易地形成一套自我说服的逻辑并予以体系化，只要是他们想维护的结论都会证明是正确的。

比如，很多机构投资经理依旧相信，或者至少说现在相信，他们可以再次“超越大盘”而且很快就会实现。但他们不会也不可能做到。这篇文章的目的就是解释为什么不可能。

与那些非常聪明且能言善辩的投资经理接触的经历让我发现，他们的分析和逻辑推断能力很棒，是一流水平的，但是他们在扩展逻辑推断方面的才华将他们的注意力从时时可能出错的基本假设中远远地拉开了。推论和阐释的重大错误很难从这类分析的逻辑发展中发现，而是存在于假设本身。这正是马丁·路德[1]所焦虑的，是《出类拔萃之辈》[2]一书的中心大意，是把 LTV[3] 抬到 100 美元以上的罪魁祸首，是皇帝几天没穿衣服的原因，也是为什么喜剧作家和科幻小说作家开篇会很小心地构筑一个“假设情境”，然后又很快地把注意力从那里转移出来，这样他们就可以详尽地铺陈令人信服的、有发展“逻辑”的细节。

投资管理业(应该是一个职业但目前不是)建立在一个简单又基本的信念的基础上：专业的货币经理可以击败大盘。那个假设看来是错的。

如果接受了能够击败大盘的假设，那么，决定如何着手获得成功将是一个简单的逻辑问题。首先，股票市场可以用指数来表示，比如标准普尔 500 股价指数(S&P 500)。因为这是一个被动的公开的名录，成功的经理只需要重新安排“下注”，使其与做“托儿”的标准普尔

〔1〕 马丁·路德(1483～1546)，新教宗教改革的发起人，主张信徒应直接和监督联合，人与上帝沟通的方式只有神的话——《圣经》，不用玛利亚，也不用圣职人员作祭司来做代求人。——译者注

〔2〕《出类拔萃之辈》(The Best and The Brightest)，戴维·哈尔伯斯坦(David Halberstam)著，1972 年出版。详细记录了肯尼迪政府如何介入越南战争，以及肯尼迪遇刺之后约翰逊政府为什么不能决定撤军的经过。简单概括起来，这本书分析了为什么那么多出类拔萃的人聚在一起，却做出那么愚蠢的行动。——译者注

〔3〕 美国的 LTV 公司创办于 1961 年。在 7 年时间内便迅速崛起，成为全美最大的 15 家公司之一。该公司的股票由每股 20 美元上涨到每股 135 美元，成为华尔街前所未有的发展最快的大公司。该公司的老板詹姆士·林恩也随之成为华尔街最具传奇色彩的人物，他的知名度可以跟钢铁大王卡内基等人并驾齐驱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不同。他可以积极进行选股，或积极进行择时，抑或两者兼顾。因为投资经理希望他的"下注"在多数时间是正确的，他将聚集很多天资聪颖、教育背景良好、积极性高涨而又勤奋工作的年轻人，他们的团队目标将会是"和整个赌场对赌"，然后以"较高的命中率"击败大盘。

活跃的经理可以击败大盘这一信念基于两个假设：(1)股票市场提供的流动性是有利条件；(2)机构投资是赢家的比赛。

本文中不幸的论点可以简述如下：由于过去10年的重要改变，这些基本假设已经不再正确。正相反，市场流动性与其说是资产，不如说是负债；长期而言，机构投资者的表现不如大盘，因为货币管理已经成为了输家的比赛。

在给出数学上的证据来说明为什么货币管理已经成为了输家的比赛之前，我们应该断绝那些试图同化事实者逃脱的通路。他们可能会争辩说，因为有那么多的绩效数据来自熊市的经历，那些投资经理所拥有的投资组合β系数[1]超过了1.0，这种分析对于他们的长期能力评价有不利的偏向，是不公正的。"当然了，"他们会语带嘲讽地勉强承认，"这些有趣的分析可能没怎么涉及在比较景气的市场上运作着的活跃的基金经理吧。"也许是吧，但是他们能够向我们提供支持他们希望的证据吗？他们可以肩负取证的重任吗？在与来自美国、加拿大和欧洲的持反对意见的货币经理人进行了数小时的讨论之后，针对按照后面所述的证据得出的严厉判断，我并没有听到任何新的证据或是有说服力的上诉。概括来说，这个"问题"不是一个周期性的畸变，而是一个长期的趋势。

遗憾的是，机构管理的投资组合的相对表现看起来也在恶化。衡量股市两个谷底之间的回报，贝克尔样本中机构管理的基金远远落后于标准普尔500平均指数所代表的大盘。看来积极的管理成本在不断增长，而从中获得的收益却在下降。

在过去几十年中，机构投资者运作环境的基本特征发生了巨大的变化。最主要的变化是机构投资者变成了——也将继续是——他们



〔1〕β系数(Beta Coefficient或Beta)是评估一种证券系统性风险的工具，用以度量一种证券或一个投资证券组合相对总体市场的波动性。β系数利用回归的方法计算。β系数等于1，即证券的价格与市场一同变动；β系数高于1，即证券价格比总体市场更波动；β系数低于1，即证券价格的波动性比市场为低。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己的运作环境的主要特征。

到 1974 年 12 月 31 日为止的十来年，贝克尔证券公司样本中基金的回报率中位数是 0.0%，同一时期标准普尔的总回报率是每年 1.2%（在贝克尔样本中，最高基金年回报率是 4.5%，基金回报率的第一四分位数是 1.1%，中位数是 0.0%，第三四分位数是 −1.1%，最低基金年回报率是 −5.6%）。

	标准普尔 500 平均指数	贝克尔中位数	机构差额
最近的三个市场周期（1962 年 9 月 30 日～1974 年 12 月 31 日）	5.3%	4.5%	(0.8%)
最近的两个市场周期（1966 年 12 月 31 日～1974 年 12 月 31 日）	2.1%	0.4%	(1.7%)
最近的一个市场周期（1970 年 9 月 30 日～1974 年 12 月 31 日）	2.2%	(0.3%)	(2.5%)

资料来源：Becker Securities 1974 Institutional Funds Evaluation Service。

这个变化对投资领域的所有主要特征都产生了很大的影响。特别是，机构占支配地位将市场的流动性从利润来源转变成了成本来源，这也是货币管理从赢家的比赛转变成输家的比赛背后的主要原因。

在分析为什么机构投资从赢家的比赛转变成输家的比赛之前，我们应该发现这两种“比赛”深层次的区别。在做概念上的区分时，我将引用一位卓越的科学家、一位杰出的历史学者和一位知名的教育者的话，他们分别是：天合（TRW）公司的西蒙·拉莫（Simon Ramo）博士、海军历史学家塞缪尔·埃利奥特·莫里森（Samuel Eliot Morison）上将和专业高尔夫教练汤米·阿莫（Tommy Armour）。

西蒙·拉莫在他一本关于打球策略的佳作《平凡网球手的非凡打法》中确定了赢家的比赛和输家的比赛的关键区别。他通过几年的观察发现网球不是一种比赛而是两种：一种是专业球手和极少数有天赋的业余选手玩的，另一种是所有其他人玩的。

虽然这两种比赛中的球手采用相同的器械、服装、规则和计分法，并且遵循相同的礼仪和惯例，但两种比赛的基本性质几乎完全不同。经过大量科学的和统计学的分析之后，拉莫博士如此总结：专业球手赢分，业余球手丢分。专业的网球运动员在长时间且通常很刺激的连

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续对打中，自始至终击球力量很大、瞄得也很准，直到一名运动员能够把球恰好抽到对手的控球范围之外。这些出色的运动员很少会犯错。

专业网球就是我所说的赢家的比赛，因为最终的结果由赢家的行为决定。胜利是基于比对手赢得更多的分——不是我们马上就要看到的，仅仅比对手得到更高的分数，而是通过赢分来获得更高的分数。

拉莫发现，业余网球几乎完全不同。精彩的一击、长时间且刺激的对打和近乎奇迹的救球是凤毛麟角。另一方面，球常常触网或是出界，发球两次失误也是稀松平常的事。笨拙的业余球手很少打败对手，而是一直在打败自己。这类网球比赛的胜利者得分比对手更高，但是他得到更高的分数是因为他的对手丢了甚至更多的分。

作为一名科学家和统计学家，拉莫博士收集数据来验证他的假设，并且他用一种非常聪明的办法来进行。他不采用传统的比赛分数——“0：0”、“15：15”、“30：15”等等——拉莫仅仅合计赢的分和丢的分。他发现，在专业网球比赛中，大概80%的分是赢的；在业余网球比赛中，大概80%的分是丢掉的。也就是说，专业网球比赛是赢家的比赛，最后的结果由赢家的行为决定；而业余网球比赛是输家的比赛，最后的结果是由输家的行为决定的。从基本的特性来说，这两种比赛大相径庭，形成了鲜明的对比。

通过发现两种网球比赛，拉莫博士建立了一个完美的策略：通过遵循少丢分、让对手打败自己的简单策略，平凡的网球手可以一再赢得各局、各盘和各比赛。

拉莫博士解释道：如果你选择赢得网球比赛，而不是度过一段美好的时光，获胜的策略就是避免失误。避免失误的方法是要保守，打好稳定的回合球，让对手一路失误以致落败，因为他作为一个业余球手（并且很有可能还没有看过拉莫的书），将会打一场没有希望夺胜的比赛而浑然不知。

他会失误。他会失误太多。他可能偶尔发出一记你接不住的球，但他发球两次失误会更频繁。偶尔，他可能会在网前截击球，让你接不着，但是更多的是他会远远地出界。他将会从场地前方或后方猛地把球打到网上。他的比赛将照例充满了出丑、出错和悲伤。

他将试图通过赢球来打败你，但是，他的技术还没好到足以克服比赛本身很多固有的逆境。形势不可能让他通过积极的战略获胜，所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以他反而落败。很不幸，他为得到更多分而做的努力只是提高了他的失误率。正如拉莫在书中教导我们的，在输家的比赛中获胜的战略只是少丢分。避免努力过头。通过打相持球，给对手尽可能多的失误机会，使其最终因一路失误而落败。简而言之，通过少丢分成为赢家。

莫里森上将在他深刻的军事科学论著《战略和妥协》中阐明："在战争中，错误是不可避免的。军事决策的基础一是对敌军兵力和意图的估计，二是情报。前者通常是错误的，后者永远都不可能完全获得，而且通常是误导性的。"（这听起来和投资业务非常相像。）莫里森总结道："当其他条件相当时，战略性错误最少的一方可以赢得战争。"

众所周知，战争是最根本的输家的比赛。正如巴顿（Patton）将军所说的："让敌国那些可怜的、愚蠢的杂种为他们的国家捐躯吧。"高尔夫是另一种输家的比赛。汤米·阿莫在他伟大的著作《如何始终打出最高水准的高尔夫》中说道："获胜的方法就是尽量少打坏球。"

在一个从每局赌注中抽成 20%的赌场赌博显然是一场输家的比赛。沙蟹扑克（stud poker）是输家的比赛，但找两点的牌和三点的牌的夜间棒球游戏（night baseball with deuce，treys）和独眼杰克游戏（one-eyed Jacks"wild"）是赢家的比赛。

竞选活动是输家的比赛。选民很少会去支持某个候选人，而是要反对另一个候选人。内行政客建议他们的候选人："让选民想办法给另一个家伙投反对票，然后你就会当选了。"

对职业足球的最新研究发现最有效的防守队员的踢球风格应该是非常开放的、特别的、雄心勃勃的、冒险的——最适合赢家的比赛的战术——而最佳的进攻队员的踢球风格是小心翼翼、循规蹈矩的，集中精力于避免失误和消除不确定性上，这是输家的比赛所必需的比赛方法。"简单就好。"文森特·伦巴底（Vincent Lombardi）说。

还有很多其他的输家的比赛。像机构投资那样，有一些以前常常是赢家的比赛，但是随着时间的流逝变成了输家的比赛。比如，50 年前，只有非常勇敢、非常健壮、意志非常顽强、视力很好的年轻人才有胆量去尝试开飞机。在那些辉煌的日子里，飞行是赢家的比赛。但是时代变了，飞行也变了。如果今天你上了 747 客机，看到一个飞行员带着第二次世界大战时期套着耳机的空军帽，脖子上围着一根长长的白丝巾，你会下飞机。那样的人之所以不再适合在飞机上是因为开飞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机现在已经是输家的比赛。今天，只有一种方法开飞机。很简单：不要犯任何错误。

职业拳击赛开场是赢家的比赛，之后就变成输家的比赛了。在开始的三四个回合中，一个真正强壮的拳击手力图击倒对方。所以，职业拳击赛是个繁重而累人的耐力竞赛，看看谁能最终挺过最严酷的击打，而对方此时已精疲力竭，真正地倒地失败。

专业牌手知道玩了几轮之后，像金拉米[1](Gin Rummy)那样的游戏在丢出不要的牌不再能提高出牌者的相对位置之后会经历“阶段转换”。在后一阶段中，丢牌不仅起不到把弱牌从出牌者手上转移出去的目的，反倒增加了对手的力量。这使得牌局较长的金拉米变成了输家的比赛。在这个游戏的后一阶段，正确的策略应该是在出牌时衡量丢掉它们可能给对手带来多大好处，而不是衡量丢掉它们会给自己带来多大好处。

我还可以给出很多其他的例子，但是这些已经足以将赢家的比赛和输家的比赛区分开来，亦足以解释为什么两种比赛的必要战略是非常不同的，还足以说明一场比赛的基本属性是可以改变的，赢家的比赛可以变成输家的比赛，而且有时也的确发生了。这正是发生在金钱游戏上的情况……

问题是赢家的比赛常常会自我毁灭，因为它们吸引了太多的关注和太多的参与者，且所有的参与者都想赢。（这就是淘金潮最终走向邪恶的原因。）但是在短期，越来越多想赢利的人们蜂拥而至扩大了表面上的收益。这就是 20 世纪 60 年代发生在华尔街的情形。乘着牛市的大潮，机构投资者在证券上获得了如此辉煌的回报率，使得越来越多的钱被转交到他们手上——尤其是共同基金和养老基金——刺激了他们自己的牛市的延续。机构投资曾经是赢家的比赛，赢者知道他们“出牌”越快，获胜的几率就越高。但是，在这过程之中，投资环境发生了基本的变化，市场渐渐被机构所主导。



就在 10 年里，投资机构的市场活动从仅占公开交易总量的 30% 到占压倒性的 70%。这就已经改变了一切。投资机构不再是占少数的“华尔街的新品种”，它们现在是多数派。专业的货币经理人不再和

[1] 国外比较流行的扑克牌游戏。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不熟悉市场的业余人士竞争，现在他们是和其他专业人士竞争。

这是一群让人印象深刻的竞争者。有150个大型投资机构和600家中小型投资机构每天24小时都在以最激烈的竞争方式在市场中运作。在过去的10年中，这些机构变得越来越活跃，逐渐产生了一大批内部研究人员，深入挖掘了市场信息的核心资源及由机构经纪人提供的基本调查。10年前，很多机构依然与集约管理的主流相差很远；但今天，如果还存在这样的机构，可以作为珍稀品种送博物馆收藏了。

活跃的竞争性机构投资导致投资组合周转率大幅提高。典型的投资组合周转率已经从10%增长到30%。正如我们已经看到的，投资组合活动的加速，加上机构资产的增加和退休基金转换成证券，已经使机构在市场交易中所占的百分比从30%增加到了70%，这反过来也引起了基本的"阶段转换"，将投资组合活动从利润增量的来源转向主要成本来源，并且这种转变将机构投资从赢家的比赛变成了输家的比赛……

用简单的话说就是，投资经理如果试图实现比市场高20%的净收益，那么他未扣除费用和交易成本(流动性收费)之前的毛收益应该高出市场40%以上。如果这听起来很荒谬，有人可以证明活跃的投资经理必须比市场毛收益高出22%，才能得到和市场相当的净收益。

换句话说，对于机构投资者，如果想和S&P 500表现一样好，而不是一样不好，那么，他必须足够精明且熟练，以致绩效可以超过市场22%。但是事实上，今天机构投资者就是市场，他们如何能有希望超出市场如此大的幅度呢？有哪个投资经理能在运营过程中有如此强大的人员配备和如此好的组织工作，或者他们的投资策略如此有先见之明，使得他们能够确凿地希望持续以很大的幅度超过其他专业人士？

从绩效评估公司得到的令人不快的数据显示：没有哪个投资经理能够拿过去的表现保证自己将来会击败大盘。回顾历史，那些证据确实令人不安：85%专业管理的基金在过去的10年里表现不如S&P 500，并且基金的回报率中位数只有5.4%——比S&P 500低大约10%。

大部分的货币经理已经在金钱游戏中失利。而且他们自己心里也很清楚，即使他们不能公开承认。自从20世纪60年代中期以来，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预期和承诺大幅度下降。几乎没有人还会谈论以每年20%的优势来超越市场；说这样的话，也没有人会去听。

像这样的时期里，如果谁说："我是赢家。我可以在这场金钱游戏中获胜。"那么取证的重任就落到了他的身上。因为只有傻瓜会在输家的比赛中支持"赢家"。我们有权要求他确切地解释他将怎么做而且为什么这样做会得到很好的结果。这在投资管理业务中并不是经常能够实现的。

这一证据一定会导致完全消极的或指数型的投资组合吗？不，它不一定会导致那个结果。不完全是。但是"无效"假设在这样的情况下很难被击破。无效假设存在过度简化的风险，它认为如果你不能找到统计学意义上的显著证据证明它存在，那么它就是不存在的。投资经理会有这样的念头："不要轻举妄动，因为当你试图去做什么的时候，一般来说是错误的。"如果你不能击败市场，你肯定应该考虑参与其中。指数基金是一条路子。从绩效评估公司得到的数据显示指数型基金的绩效已经超过了大部分货币经理人的绩效。

然而，对于那些立志努力在输家的比赛中获胜的人来说，他们也许需要考虑一些具体的事情。

第一，要确定你是以自己为主。要对自己的策略了如指掌并且始终予以贯彻执行。莫里森上将引用《简明牛津字典》说："迫使敌人在你自己偏好的时间、地点和条件下作战。"西蒙·拉莫建议："给对手尽可能多的犯错机会，他就真的会犯错。"

第二，简单就好。汤米·阿莫在谈论高尔夫时说："当你抓住最佳的击球机会时就果断击出。"拉莫说："每种比赛归纳起来都是做你最擅长的事，并且反复做。"拉莫还说："简单、专注、节省时间和精力是伟大球员作战方法的显著特征，而其他人因为在枝蔓问题上纠缠过多而失去了通往荣誉的机会。"建筑大师密斯·范·德·罗厄(Mies Van de Rohe)认为："少即是多。"为什么不把降低换手率作为一种小心翼翼、谨慎的习惯呢？做得更少却可能更佳的投资决策。将专业的投资管理问题简单化。试着做很少的事情，但成绩非同一般地好。

第三，关注你的防守。几乎所有的投资管理业务信息都有关于购买决策。购买决策中的竞争太充分了。我们很难在购买决策方面超越别人。转而关注卖出吧。在赢家的比赛中，90%的研究精力可能都



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

花在做购买决策上；在一个输家的比赛中，大部分的研究者可能把大部分时间花在做卖出决策上。你明年将会经历的真正的大麻烦几乎都出在你目前的投资组合上；如果你可以将这些真正的大麻烦减少一部分，你就可能在输家的比赛中获胜。

第四，不要亲力亲为。参与投资业务的人大部分是“赢家”，他们天资聪颖、能言善辩、训练有素并且吃苦耐劳，因而一生都在赢。他们习惯于通过更加努力来获得成功，并且习惯于相信失败是失败本身的问题，当他们发现一般专业的管理基金不再像当年约翰·亨利打败气钻机那样打败市场时，可能会亲力亲为。[1]

有很多疾病被称为“医源性的”，意思是它们是由医生造成的。中国夹手指的夹板和现代直线夹克会紧紧地夹住那些努力想挣脱的人。具有讽刺意味的是，机构投资之所以变成输家的比赛，原因在于每个投资经理都试图解决复杂的问题，为找出解决方法所付出的努力——和很多急迫的竞争者的努力——成了主要的变量。他们击败大盘的努力不再是解决方法的重要部分，反倒成了问题的主要部分。

[1] 约翰·亨利的故事大部分美国儿童都耳熟能详。南北战争之后，美国各地的铁路越修越多，根据故事传说，约翰·亨利就是当时的一名黑人钢钻工人。他天生正直，力大无穷。钢钻工人所干的活是用长长的钢铁在岩石上打炮眼。有一天推销商带来了一台自动气钻机，宣称能胜过最强的钢钻工。亨利提出人与机器来比赛，看谁能先把山凿透。在最后一刻，亨利超过了机器，抢先凿完了，但却耗尽体力，累死了。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五编

投机、崩溃和金融混乱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大牛市与大崩盘[1]

弗雷德里克·刘易斯·艾伦(Frederick Lewis Allen)

弗雷德里克·刘易斯·艾伦在以通俗的方式描绘19世纪20年代到30年代标志性的关键事件上取得了极大的成功。在这篇文章中，他回忆了黑色星期二，即1929年10月29日前后那段混乱的日子。



▶ 大崩盘

9月初，股市暴跌。但是很快就出现了反弹。确实，《纽约时报》的资料显示，9月19日的股指甚至比9月3日的还要高。之后股市再一次下跌，幅度更大且速度更快。直到10月4日，许多股票的价格已经下滑到了极低的水平。例如，美国钢铁公司股票几周前曾上涨至261.75美元，而现在已经跌到了204美元。美国制罐公司10月4日的收盘价已经比当年的最高价下跌了近20%。通用电气的股票则比当年最高价下跌了50多点。美国无线电公司股票则从114.75美元跌至82.5美元。

诚然，这是一次严重的价格暴跌，但是之前也有过几次严重的下挫。那些全身而退的投机商继续利用他们从1928年7月和12月、1929年3月和5月得到的经验教训：暴跌之时正是买进的好时机。尽管存在着巨额的清仓，但据纽约联邦储备银行的资料，经纪人贷款额在10月2日达到了一个新的纪录：68.04亿美元——这传递了一个确定的信号：保证金交易者并没有抛弃股市，其投资的规模至少没有降

[1] 经允许，选自 *Only Yesterday*(1931)，Chapters 12 and 13，290—336。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低……毫无疑问，股价再一次开始攀升。

然而，又出了问题。股市再次下挫……在10月21日的那一周之前，还没有出现任何确切的警报。在此期间，大家一致的观点是，这仅仅是因为9月的风暴还没有平息。市场正在自我调整到一个“更加安全的技术位置”。

预期的股市复苏并没有到来。10月22日星期二，市场似乎有开始复苏的迹象，但是那一天的收益在最后一小时内几乎都化为了乌有。23日星期三，发生了清仓的大狂潮……第二天是10月24日星期四。

在这关键性的一天中，股市开盘后价格走势平稳，但是交易量却非常庞大。股票行情跑马灯上显示肯尼特公司(Kennecott)有一笔20 000股的大宗交易，通用汽车公司也在另一笔交易中达到同样的数量。股票行情跑马灯立即开始跟不上交易的速度。填写委托单抛售股票的压力非常大。价格正在下跌……从目前来看，价格下跌的速度还是很快……第一个小时的交易还没结束，已经能明显看出股价完全在以一种前所未有的、令人惊愕的速度疯狂下跌。全国各地的经纪人办公室里，观看行情跑马灯的人们面面相觑、困惑不已。这股发出抛售指令的洪流到底是从哪里来的?

这个问题的确切答案大概我们永远也不会知道。但是，导致10月24日股票价格剧跌的主要原因看来可能并不是恐慌，也不是卖空，而是迫不得已的抛售，即那些利润已经化为乌有或者即将化为乌有的悲惨股民迫不得已地将名下千百万股的股票抛售到市场上。价格的大厦被投机性信贷侵蚀得千疮百孔，终于因为不堪自身的重量而轰然倒塌……似乎找不到任何依靠，只是一味地跌，跌，跌。交易所大厅里的喧闹声已经变成了恐慌的叫喊声。

……在短短两个小时里，很多股票在大牛市中多个月来积累的收益丧失殆尽……

中午过后几分钟，一些警觉性更高的股民聚集在交易所门外的街道上，他们不知如何是好，却发现从前的牛市支持者查尔斯·E.米切尔(Charles E. Mitchell)偷偷溜进位于对面街角的J. P.摩根公司的办公室里。那时，距摩根大厦在1920年华尔街爆炸案中变得坑坑点点已经9年多了。现在这栋建筑物里的人员面临着一种性质不同但同



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样迫在眉睫的灾难。

米切尔先生后面紧跟着大通银行(Chase National Bank)总裁阿尔伯特·H. 威金(Albert H. Wiggin)、担保信托银行(Guarantee Trust Bank)总裁威廉·波特(William Potter)和信孚银行(Bankers Trust Company)总裁苏厄德·普罗塞尔(Seward Prosser),他们是来与摩根财团的托马斯·W. 拉蒙特(Thomas W. Lamont)进行商讨的。在五分钟之内,这五个人和第一国立银行(the First National Bank)的小乔治·F. 贝克(George F. Baker Jr.),代表各自的组织达成了一致,同意各自拿出4 000万美元来支撑股市。按照拉蒙特先生随后的解释,这笔2.4亿美元的资金并不是用来将股票价格稳定在某个高度,而纯粹是为了给买进股票提供一个有序的平台,因为要维持交易必须得有人买入股票。他们决定采取的第一个措施就是试图稳定几只领先股票的价格,这将会在整个股市中起到“领头羊”作用。这是一个危险的计划,因为随着“歇斯底里症”的扩散,很难说将会发生什么样的灾难。但是已经没有时间采取其他任何行动,只有铤而走险……

银行家们正在举行会谈的消息在交易所大厅内传播开来,价格开始变得平稳。很快市场出现强劲反弹。美国钢铁公司的股票重新回到早上开盘时的水平。但是除了摩根合伙人最优质的“医治态度”,银行家们还需要为垂死的牛市做出更多的努力。

大约下午13:30的时候,交易所副总裁、通常担任摩根控股公司场内经纪人的理查德·惠特尼(Richard Whitney)挤入持有美国钢铁公司股票的人群中,出价205美元——前一笔交易的成交价格——购买1万股美国钢铁公司股票。他只买到了200股,就把委托单中余下的部分交给了那些专家经纪人[1]。然后惠特尼先生又挤进了交易大厅中的其他交易点,以前一笔的成交价投标购买其他15种或者20种股票,每种购买1万股,并告知人们他以这个价格买到了多少,然后把委托单中余下的部分留给专家经纪人处理。总之,几分钟之内,惠特

[1] 专家(Specialist)是纽约证券交易所指定的特种会员,其主要职责是维持一个公平而有秩序的市场,即为其专营的股票交易提供市场流通性并维持价格的连续和稳定。专家经纪人主要有以下两项职能:一是组织市场交易,专家经纪人接受证券商买卖申报,按交易所规则确定并连续报出专营股票的买价和卖价,作为市场的有效竞价范围;二是维持市场均衡,当市场买卖申报不均衡时,专家经纪人有责任加入较弱的一方,用自己的账户买入或卖出股票,以改善市场的流通性。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尼先生在附近购买了价值两三千万美元的股票。如此巨额的购买行为并非汤姆、迪克或者哈利这样的普通人所能办到的；很明显，惠特尼先生是银行家共同基金的代理人。

孤注一掷的挽救奏效了。表面上看来，信心开始重树。价格暂时稳定了，尽管许多股票的价格在最后一小时再次下滑，但是最终结果本来会更糟糕。美国钢铁公司股票的报收比星期三高两个点，其他大部分领先股在当天交易后的净损失平均也不到 10 个点。

虽然如此，这仍是可怕的一天。那天晚上 19:00 的时候，1 000个股票经纪人办公室里的股票行情跑马灯仍在读数，直到 19:08 才报完交易大厅下午 15:00 点的最后一笔卖出交易。交易量创造了新纪录——12 894 650股。（“日成交量 500 万股的日子即将来临。”20 个月前华尔街的智者就说过的这句话了！）前一个下午的早些时候，一些难以置信的谣言已经在疯传——什么 11 个投机商已经自杀，什么布法罗和芝加哥的交易所已经关闭，什么军队正在纽约交易所驻守，以防备愤怒的群众暴乱。全国上下都体会到了恐慌的痛苦滋味。虽然银行家们的共同基金暂时避免了经济的彻底崩溃，但是并不能否认经济结构已经被撕开了一个大裂口的事实。

情况在星期五和星期六的时候似乎有所好转，交易量仍然非常庞大，但是大部分股票的价格稳定了下来。当银行家们小心翼翼、尽可能多地卖掉星期四动用共同基金买进的股票，一边为将来可能出现的紧急情况做准备时，曾经以稍高价格卖出股票的交易者重新回到市场购买股票，希望能够抄到底。但是星期六快收盘时，股价再一次开始下滑，星期一的价格暴跌再一次上演……

星期二上午 10 点，交易大厅的开市锣刚一敲响，风暴就全面爆发了。巨额的股票被不计价钱地抛售到市场上。在可怕的价格下跌过程中，忙碌的股票行情跑马灯显示人们都是一次5 000股、1 万股地抛售。不仅不计其数的散户售空了股票，新经济时代的主角、几周前还以为自己是百万富翁的那些大股东，也在售空。股票专家经纪人发现自己被拼命要卖出的经纪人一次又一次地包围，根本没有人想买进。举一个简单的例子：在牛市中，怀特缝纫机械公司（White Sewing Machine）的股价已经涨到 48 美元。而到了 10 月 28 日星期一，其收盘时的股价已经跌到了 11.125 美元。在那个黑色星期二，据谣传，某个为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券交易所送信的机灵的邮递员小伙子，想出了一个聪明的法子，他以 1 美元的价格下单买进，在暂时没有其他出价的情况下，他真的以 1 美元买到了股票！交易大厅的景象混乱不堪。虽然通讯系统出现拥堵，但是买进和卖出的委托单——大部分是卖出——还是多得处理不过来。就在那天闭市的那一刻，一个筋疲力尽的经纪人发现一个大废纸篓里塞满了待处理的委托单，原本是把这些委托单小心翼翼放在一边妥善保管的，后来却完全被忘记了。开盘后的半小时内，交易量超过了 300 万股；中午 12 点时已超过 800 万股；下午 13:30 时，超过 1 200万股；当收盘的锣声终结了一天的疯狂时，已经创造了交易 16 410 030股的巨额纪录。虽然接近收盘的时候有一次回升，但根据《纽约时报》的资料，50 只领先股的均价已经下跌了近 40 个点。同时，在其他一些市场——国外的证券交易市场、美国的次级交易市场、谷物市场等等也产生了几近恐慌的情绪。……

第二天——10 月 30 日星期三——股市前景突然有如神助般明朗起来。钢铁公司的董事们宣布派发额外的红利；美国制罐公司的董事们宣布不仅派发额外的红利，而且提高了正常股息。又来了一波让股民安心的声明——虽然此时股民们对金融家口中鼓舞人心的话语保持着一定的怀疑。胡佛(Mr. Hoover)总统的助理商务部长朱利斯·克莱因(Julius Klein)为公众编了一首持续繁荣的狂想曲。约翰·J. 拉斯科布(John J. Raskob)宣称现在的股价相当低廉，他和他的朋友们都在买进。约翰·D. 洛克菲勒(John D. Rockefeller)也来煽风点火："因为相信这个国家的基本形势是健康的，相信过去的一周在市场交易中发生的事情并不足以证明价值观念的坍塌，我和我儿子这几天正在买进可靠的普通股。"更令人高兴的是，价格开始平稳回升，而且前景看好。至少股票市场中的严峻形势可以在不引起过度恐慌的前提下被化解了。下午 13:40，纽约证券交易所副总裁惠特尼在演讲台上宣布股票交易休市至第二天中午，而星期五和星期六两天闭市。令他感到无比欣慰的是，公众接受了这一公告。这个消息非但没有引起新的恐慌，还使大家振奋起来。

星期四短暂的开盘时间中，市场继续复苏。价格疯狂地螺旋上升——因为既然所有既定的价值标准已经被颠覆，谁又能对一只股票的价格给出合理的说法呢？——但是风暴中最艰难的时光已经过去，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融界可以更顺畅地呼吸了。现在他们可以有时间来进行必要的改革了。

郁金香狂潮[1]

查尔斯·麦凯(Charles Mackay)

郁金香狂潮只不过是查尔斯·麦凯于1841年所著的700页的书中讲述的24个非同寻常的大众幻想之一。约翰·劳(John Law)的故事、十字军东征以及南海泡沫也同样具有教育意义。



喔，同胞们，你们何其狂热！

——卢坎(Lucan)



郁金香——这一命名据说源自土耳其语，意为穆斯林的包头巾。郁金香大约在16世纪中期被引入西欧。康拉德·格斯纳(Conrad Gesner)曾宣扬提高郁金香知名度的好处，未曾想不久之后郁金香会在世界上制造混乱。他说他是1559年在赫尔瓦特大律师(Herwart)位于奥格斯堡(Augsburg)的花园里第一次见到郁金香的。那时，博学的赫尔瓦特以收藏珍稀外来植物而著称，郁金香球茎则是一个君士坦丁堡的朋友寄给他的。在君士坦丁堡，郁金香长期以来都深得人们的喜爱。这一时期之后的10到11年中，郁金香更加被富豪们追捧，在荷兰和德国尤甚。阿姆斯特丹的富人们直接派人去君士坦丁堡搜寻郁金香球茎，并为之支付极其昂贵的价格。在英国种植的第一株郁金香是1600年从维也纳带来的，1634年之前，郁金香的名望逐年上升，人们甚至认为如果有钱人不收藏郁金香只能证明他品位低俗。许多

〔1〕 选自：*Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* (New York: Harmony Books, 1980; originally published in 1841), 89—97。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学识丰富的人，包括庞培乌斯·德·安吉利斯(Pompeius de Angelis)和著名的莱顿的里普修斯(Lipsius)，都热衷于收藏郁金香。想拥有郁金香的强烈欲望很快扩散至中产阶级。商人和店主，即使是财力有限的人都开始相互竞争以获得稀有的郁金香品种，并为之付出让人感到荒谬的价格。一名哈莱姆(Harlaem)的商人因为以其一半家产购买了一株单瓣块茎而出名，但他并不准备将其出售以获取利润，而是养在温室中以获得熟人的羡慕。

有人也许会猜测，郁金香竟能被如此精明谨慎的荷兰人奉为珍品，一定有其不同凡响之处。其实，它既没有玫瑰的美丽和芳香，也美不过"芬芳的香豌豆"，花期也没有玫瑰和香豌豆长。然而，考利(Cowley)的确对郁金香盛赞道：

"姗姗而至的郁金香啊，身着华丽衣裳，
何其葱葱郁郁，她昂首玉立，又摇曳多姿，
她拥有的色彩，这世界别处难觅，
甚至，每一次培育都令她愈加婀娜俏丽。
紫色和金色备受其青睐，
瑰丽醇郁的霓裳她最爱穿。
她满心要让人赏心悦目，
群芳都因她而黯然失色。"

许多人不知不觉中对那些给他们带来很多麻烦的事物特别有感情，就如同相比那些更健康的孩子，母亲常常对有病的和不断生病的那个孩子更为疼爱。我们也必须用同样的原理来解释那些加在脆弱的花儿身上的泛滥的赞颂。1634年，荷兰人对郁金香的狂热是如此强烈，以至于忽视了国家的普通工业。所有的人，甚至是最底层的人，都投资于郁金香贸易中。随着狂热的不断升级，价格直线上升。到了1635年，许多人愿意出10 000弗罗林(florin)[1]的高价购买40个球茎。接着，郁金香交易不得不采用一种比格令(grain)还小的单位波里兹(perits)[2]来计重。一株重400波里兹的"海军上将里夫肯"(Admi-

[1] 荷兰金币单位。——译者注
[2] 不足一克。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ral Liefken)价值4 400弗罗林；重 446 波里兹的"海军上将范·德·埃克"(Admiral Van der Eyck)价值1 260弗罗林；重 106 波里兹的"切尔德"(Childer)价值1 615弗罗林；重 400 波里兹的"总督"(Viceroy)价值3 000弗罗林；最珍贵的是一个名为"永远的奥古斯都"(Semper Augustus)的品种，200 波里兹的最低价竟达到了5 500弗罗林。永远的奥古斯都非常受追捧，即使是品质低劣的球茎也可以卖到2 000弗罗林。根据记载，1636 年初，在荷兰只有两株此品种的球茎，一株为阿姆斯特丹的一个商人所有，另一株存于哈勒姆(Harleam)，但它们并非上品。投机者们如此迫切地想得到这一品种的郁金香，以至于有个人宣称他愿意以 12 英亩土地的无限制不动产继承权交换哈勒姆的那一株。阿姆斯特丹的那一株则被人以4 600弗罗林、一辆崭新的马车、两匹马及全套的马具买走。当时一位很勤奋的作家蒙汀(Munting)用长达1 000页的篇幅描绘了郁金香狂潮。其中列出了用来交换一株稀有的总督的商品及其价值的清单：

2 拉斯特[1]小麦	448 弗罗林
4 拉斯特黑麦	558 弗罗林
4 只肥牛	480 弗罗林
8 头肥猪	240 弗罗林
12 只肥羊	120 弗罗林
2 大桶[2]红酒	70 弗罗林
1 008 加仑啤酒	32 弗罗林
504 加仑黄油	192 弗罗林
1 000 磅奶酪	120 弗罗林
一张带床褥的床	100 弗罗林
一套衣服	80 弗罗林
一只银质酒杯	60 弗罗林
	共计 2 500 弗罗林

〔1〕 重量单位，因商品不同而异，一般在 4 000 磅上下。——译者注
〔2〕 若干种容积单位的通称，常相当于 238 公升。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些先前离开荷兰、又碰巧在这一愚蠢行为达到顶峰的时候回到荷兰的人，常常因为不了解情况而陷入尴尬的窘境。《布兰维尔游记》(*Blainville's Travels*)中就有这样一个有趣的例子。一个富有的商人因拥有稀有品种的郁金香而极其引以为傲。有一次，他收到一批从地中海东部诸国运来的寄售的货物。前来通知他货已到港是一名水手，为此水手来到账房，那里堆满了配有不同说明书的一包包货物。富商非常感谢水手带来这一消息，慷慨地赏给他一条大红鲱鱼作为早餐。水手似乎对洋葱特别偏爱，当他看到这位大方的商人桌上有一个看起来非常像洋葱的球茎时，认为它毫无疑问很不合适被簇拥在绸缎和丝绒之中，就巧妙地抓住机会神不知鬼不觉地将球茎塞进了口袋里，想作为鲱鱼的佐作。然后，他就带着自己的奖赏离开了那里，回到码头准备吃早餐。他刚转身离去，富商就发现那株价值3 000弗罗林、也就是280英镑的"永远的奥古斯都"郁金香不见了，整个商行顿时乱作一团，到处搜寻，但珍贵的球茎不知所终。富商心中万分痛苦。他命令所有员工再一次进行了搜寻，仍一无所获。最终，有人想起了水手。

听到这个最后的可能性，倒霉的富商立刻冲到街上，他惊慌失措的家人也紧紧跟在他后面。那个头脑简单的水手根本没意识到要藏起来！当大家发现他的时候，他正坐在一捆绳子上咀嚼他的最后一小块"洋葱"呢。他做梦也想不到自己的这顿早餐竟然足够全船的人尽情吃喝12个月，或者就像那位被偷的富商所言，"奢侈得足以宴请奥兰治王子(Prince of Orange)及整个朝廷的所有总督了"。安东尼(Anthony)曾经将珍珠融入酒中，举杯祝贺埃及女王克里奥巴特拉(Cleopatra)健康；理查德·惠廷顿(Richard Whittington)爵士也曾极尽奢华之事来款待亨利五世；而当伊丽莎白女王开放皇家交易所时，托马斯·格雷欣(Thomas Gresham)爵士也曾为祝她健康而干掉一杯融入钻石的酒；但这个愚蠢荷兰的水手的早餐竟足以和以上任意一桩媲美。还有一个好处是他那些奢侈的前辈没有的，就是那些珠宝并不能增加酒的口感和保健价值，但水手的"洋葱"搭配鲱鱼却非常可口。对他来说最不幸的是，富商以重罪告发他而蹲了几个月的监狱……

1636年，对稀有品种郁金香的需求极度增长，在阿姆斯特丹、鹿特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

丹、哈勒姆、莱顿、阿尔克马(Alkmar)、霍伦(Hoorn)以及其他城镇的股票交易所中已经建立了固定的郁金香交易集市。现在,投机现象开始明目张胆。以往对新投机品种很警觉的股票经纪人也大量进行郁金香贸易,并动用他们所熟稔的一切手段来操纵郁金香价格的涨落。和其他的投机狂潮一样,起初市场信心高涨,而且每个人都赚了。郁金香经纪人们在郁金香股票的涨落中大做投机买卖,低买高卖,从中获取了巨额的利润。许多人一夜暴富。金色的诱饵惹人垂涎地悬挂在大家面前,人们一个接一个地涌向郁金香市场,就像苍蝇围着蜜罐团团转。每个人都预想郁金香热能够永远持续下去,世界各地的富翁纷纷来到荷兰,不计代价地买下郁金香。欧洲的富豪们云集在须德海(Zuyder Zee)[1]海岸,贫穷在荷兰这块风水宝地上消失了。贵族、市民、农夫、机械师、海员、男仆、女仆甚至连打扫烟囱的清洁工和洗衣的老妇都加入了郁金香交易,各个阶层的人纷纷把他们的财产变现,用来投资鲜花……

然而,一些更为精明的人开始看出这种荒唐事不会永远持续下去。富翁们不肯再花高价购买郁金香种在自己的花园里了,而是以100%的利润卖出。人们预料到最后肯定有人会赔得很惨。随着这一信念的传播,价格开始下跌,并且就此一蹶不振。人们丧失了信心,交易员们的心都被恐慌攫住了。A 已经同意在合同签订 6 周后,以每株 4 000弗罗林的价格从 B 那里购买 10 株永远的奥古斯都郁金香。B 准备如约供花,但价格已经跌至三四百弗罗林一株,A 既不同意支付预订的价格,也不同意接受那些花。荷兰所有的城镇中每天都会出现很多这样的违约者。数以百计的人们在几个月之前就已经感到贫穷的阴影正向他们笼罩过来,即使他们愿意以进价的四分之一出售,也没有人愿意购买。痛苦的呼喊在荷兰大地上回荡,每个人都在指责自己的朋友。少数发了财的人瞒着自己的同胞偷偷地将钱财转移到英国或投入到其他国债上。很多在短短一季就脱离卑微地位的人一下子被打回原形。许多富翁几乎沦为乞丐,贵族行列中的许多代表性人物也难逃倾家荡产的命运。



[1] 荷兰西北部海湾。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对郁金香狂潮的再次思考[1]

皮特·M. 加伯 (Peter M. Garber)

皮特·加伯是布朗大学的经济学教授，在这里他以摘要的形式分析了郁金香狂潮，并得出了令人吃惊的独到结论。毕竟在角逐中，只有那些不知情的、新来的和贪婪的参与者才会被猎杀——可能这是他们应受的。我们建议读者阅读加伯的整篇文章，它调查了著名的密西西比事件、南海事件以及约翰·劳(John Law)的融资方法，对"泡沫"现象以及17世纪早期英国议会和法国王室的操纵进行了犀利的剖析。



经济学和金融学的术语中包含了无数生动的词语，用于表示市场决定的资产价格有悖于任何合理的经济学解释。诸如"郁金香狂热"(tulip mania)、"泡沫"(bubble)、"连锁信"(chain letter)、"庞兹骗局"(Ponzi scheme)、"恐慌"(panic)、"崩溃"(crash)、"金融危机"(financial crisis)。这些术语立刻就能让人联想到狂热的、并且很可能是非理性的投机活动。这些术语很多都是在频繁出现的和重要的具体投机事件中形成的。在这些投机事件的基础上，经济学家们形成了当代一个坚定的信念，即主要资本市场中有时会产生非理性的和非效率的定价及分配结果。

在经济学家们将某一投机事件归类为难以解释的事或"泡沫"之前，我们必须详尽地研究所有可能的经济学解释。由于经济现象的内在复杂性使得这样的解释很难被归纳出来，然而经济学家们的任务就

[1] 选自：*The Journal of Economic Perspectives* 4(Spring 1990), pp. 35—54. Nashville, Tennessee; American Economic Association。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是为这些事件寻找一些聪明的基础的市场解释。方法论要求我们抓住"泡沫"二字作为解释问题的最后一招之前要深入细致地寻找根本性的市场解释。比如,我认为高额收益不断上升的可能性就属于"合理的"或"基础的市场"解释。一条真正的经济利好消息、一个关于收益的有说服力的新经济理论,或者一场内部人欺骗投资者的战略性骗局都可能引起这种解释。不知情的市场参与者通过观察由知情的内部人的交易引起的价格变化而正确推断出了红利分配的变化也可能引起这种解释。虽然这些解释中的一部分最终可能被证实是错误的,但是基于这些解释的资产价格波动是基础性的而非"泡沫"。

在这几页的内容中,我会对……荷兰郁金香狂潮(1634～1637 年)……提出一个基本的市场解释。这一事件[之所以在现代文学中被看作非理性的爆发]可能是受了麦凯(Mackay,1852)的生动描述的影响。然而,从我们当代的观点看来,这样的"非理性"投机很可能非常像是贸易局的交易场上平常的一天。[1]

麦凯(1852)将郁金香狂热看作投机泡沫的一般性描述传递给经济学家们。在这一描述中,15 世纪中叶郁金香由土耳其传入欧洲后,荷兰成为了种植和培育郁金香新品种的中心。专业的种植者和富有的花卉爱好者们创造了一个稀有品种的市场,郁金香球茎在这一市场中可以卖出高价。例如,一个"永远的奥古斯都"的球茎在 1625 年售价2 000荷兰盾,等同于价值16 000美元的黄金(400 美元/盎司),而普通的郁金香品种价格则非常低廉。

到了 1636 年,飞速的价格上涨吸引了投机者。从 1636 年 11 月到 1637 年 1 月,许多品种的价格急剧上涨。但到了 1637 年 2 月,价格突然暴跌,球茎以其顶峰时期价格的 10%出售也无人问津。到了 1739 年,所有在狂潮中极受珍视的球茎跌至 0.1 荷兰盾以下,这是"奥古斯都"顶峰时期价格的万分之零点五。这个故事在结尾时宣称这次崩溃导致了荷兰后来多年的经济困境。

对郁金香狂热的普遍说法忽视了对球茎的市场基础价格应该是



[1] 麦凯的描述引自贝克曼(Beckmann,1846)。贝克曼参考了大量关于这一事件的研究,但是所有的资料最终都是基于 1637 年出版的三本以对话体形式撰写的匿名系列小册子。同类型的小册子有几十本,都是价格刚刚暴跌后,由反投机党人在经济寡头的授意下写的,希图保证将投机资本引导到自己控制的市场中来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多少的讨论。麦凯并没有报告紧接崩溃之后稀有球茎的交易价格。相反，他记录了价格暴跌之后 60 年至 200 年的郁金香球茎价格，并认为这些更低的价格是由市场基本面调整的。但郁金香事件中，郁金香球茎价格的动态变化是任何稀有球茎市场所特有的，甚至对于当今的市场也是这样。郁金香市场需要的球茎得是经过花叶病毒感染而能开出美丽的带翅膀造型的花朵的。只有患病的球茎才为交易者和收藏者所珍视。因为花朵独特的形状是无法通过种子繁殖来复制的，只有通过对母球茎进行接芽才可以繁育成功。

花朵新品种会催生一个一般性的价格模式，在现代市场也是这样。一旦培育出一个特别受珍视的品种，它最初的球茎会被卖出高价。当球茎数量变多，这个品种的价格则下跌很快；不到三十年之后，球茎将会以它的繁育成本出售。这一模式引出了两个问题：第一，为什么球茎的价格会飞速上涨？第二，价格的下跌会比本来预期的更快吗？

1637 年 2 月之前的价格上涨是由于一个新品种的地位变得明朗；随着其名气的扩大，其价格也水涨船高。毕竟，大多数新品种都不会被认为是特别漂亮的。这一点可以解释“永远的奥古斯都”价格的稳步上涨。

表 1　1707 年、1722 年和 1739 年以荷兰盾计的郁金香球茎价格

球　茎	1707 年	1722 年	1739 年
1. 第一贵族(Premier Noble)	409	—	1.0
2. 黑鹰(Aigle Nior)	110	0.75	0.3
3. 花的河流(Rio de Fleurs)	251	10.9	0.1
4. 钻石(Diamant)	71	2.5	2.0

资料来源：加伯(Garber，1989)。

表 2　崩溃后以荷兰盾计的球茎价格

球　茎	1637 年 2 月 5 日	1642 年或 1643 年
1. 英国海军上将(English Admiral)(球茎)	700	210
2. 海军上将范·埃克(Admiral van Eyck)(球茎)	1 345	220
3. 黑雁上将(General Rotgans)	805	138

资料来源：加伯(1989)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类似地，短期内审美潮流向郁金香鉴赏的转移将也会引发所有稀有球茎价格上涨。

为了对郁金香球茎的典型价格下跌速度形成一个预期，我收集了18世纪多种价值很高的郁金香球茎的价格模式的数据。18世纪的价格水平要比狂热时期低得多。到了1707年，数量众多的郁金香球茎品种被培育出来，郁金香自身作为最流行花卉的地位被风信子取代。但是，如表1所示，球茎的价格也发生了急剧下滑，在球茎价格跌至谷底之前，这些球茎的年均贬值率为28.5%。

表2显示了紧接狂热之后的许多年来我所能收集到的球茎价格数据。1637年2月5日，价格达到了顶峰。从1637年2月到1642年，这些球茎的年均贬值率达到了32%，这与18世纪的贬值率并没有太大差距。如果将郁金香狂潮中更快的年均贬值率完全归因于崩溃，而不考虑在这连续的五年中突发的因素，那么崩溃只能对至多16%的价格下跌负责：这是一个很大的比例，但却不是缔造这一传奇的本质因素。

非常奇怪的是，如果一个人提到郁金香狂热，只有提及1637年1月最后一周及2月第一周普通球茎价格的飞速上涨和崩溃才更为准确。在期货市场中，下层社会将普通球茎作为投资目标出现于1636年11月。这些市场位于当地的小酒馆中，每笔交易都与“酒钱”合在一起支付。1937年1月，一些普通球茎品种的价格上涨了25倍。例如，一种名为斯威策(Switser)的郁金香球茎在2月5日达到了17荷兰盾/阿斯(aas)的顶峰，显然也是整个市场的顶峰(1阿斯＝1/20克)。2月6日和9日经过公证的合同中显示这一品种的球茎价格突然下跌至0.11荷兰盾/阿斯，这表明2月的前五天中发生了严重的价格下跌，但是仍然比1月23日0.035荷兰盾/阿斯的价格要高。价格在1月中旬是上涨的，虽然很快，但幅度比不上投机的最后两周，并没有证据表明这是有违常规的。由于高额交易者忽略了这个市场，而这个市场中的参与者并没有多少财富，所以在这个市场中进行的交易不过是仲冬季节小酒馆常客模仿高额交易者的一项娱乐而已。

总之，并没有证据可以表明严重的经济衰退源于郁金香狂热，所有关于那一时期的历史记载都认为那是荷兰发展史中的黄金时期。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

弗雷德之流太多[1][2]

戴维·L. 贝伯森(David L. Babson)

这场对话发生在1971年初，从业者们对他们1970年的投资行为和结果进行了深刻的反思。因为1970年的投资结果动摇了他们的客户乃至他们自己对于这个行业的信任。被大崩溃[3]前发生的若干事件激怒的戴维·贝伯森直言不讳地责备那些聚集在研讨会上的职业货币经理，这次讲话被称为"弗雷德之流太多"。



▶ 戴维·贝伯森的陈述

要问绩效取向型投资者1960年末的崩溃到底是怎么回事，就像在1720年问约翰·劳密西西比泡沫是怎么回事，或者在1635年问范德维尔(Vanderveer)先生荷兰郁金香狂热是怎么回事一样。

然而，我之所以对这次研讨会很感兴趣，是因为如果我们能弄清究竟是怎么一回事，也许就能帮助我们避免以后的投机过热。

如果我们是很严肃地想找出原因，那我们必须说说哪些地方确实出了问题。

---

〔1〕 经允许，选自：*Fourth Annual Investor's Conference*, March 18, 1971。

〔2〕 在1967～1969年大约三年的时间里，绩效取向型投资者独霸市场，当时有三个叫弗雷德的人(弗雷德·阿尔杰，弗雷德·卡尔和弗雷德·梅茨)声名大噪，长期绩效纪录不错、忠实的成长型投资人戴维·贝伯森(David Babson)实在忍无可忍，他指出业界之所以出现层出不穷的问题，根本原因是弗雷德之流太多，绩效取向型基金利用人们健忘的习性、市场的涨势以及跻身富豪的渴望，吸引了不少投资人，有些投资明显存在问题，投资人却深信不疑。戴维·贝伯森呼吁投资人要独立思考，尤其是在市场处于反转点时更要保持头脑冷静。——译者注

〔3〕 从1968年12月的最高点到1970年5月的最低点，道—琼斯工业平均指数从985点跌至631点，跌幅约36%。但是，领导1967年和1968年市场潮流的市场宠儿——大型联合企业、计算机租赁商、引领技术的电子公司、特许经营企业——从巅峰陡然滑落。它们不是像道—琼斯指数一样下跌36%，而是下跌80%、90%甚至95%。因此这确实是一次大崩溃。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，我列举出我们这个领域的人所做的、最终导致了40年来最严重的一次崩溃的很多错事。

第一，企业集团化运动，以及企业集团对于协作增效和杠杆作用的幻想性夸饰。直到1960年末，这种方式一直被滥用，有如直到1920年末公共事业控股公司一直被滥用一样。

第二，太多的会计师与推销股票的管理层狼狈为奸，将根本不是利润的项目算作利润。

第三，"现代"公司财务人员，他们将自己公司的养老金当作新的利润源泉，并迫使他们的投资顾问一起投机。

第四，投资顾问，他们最开始为吸引客户而承诺过高的收益率，然后又为了实现这样的收益率而使客户的投资组合遭受惨重损失。

第五，新一代的组合经理，他们为赚取更多的佣金而将客户的证券频繁交易，并美其名曰保证投资绩效优异的新"秘诀"就是高"换手率"。

第六，新股承销商，它们推出了历史上最大批量的垃圾证券，其中有些证券仅仅是出于有物可售的目的而"制造"出来的。

第七，众财经媒体，它们将一大批在管理他人资金方面不具备基本资质或者说没有责任感的新手鼓吹成投资天才。

第八，证券代理商，他们兜售那些最具传奇色彩或者价格上涨最快的股票，即使知道这些股票与客户的需求完全不符。

第九，大型投资公司中伪装神圣的合伙人，他们往往雇佣大批未经训练的销售人员从更加缺乏经验的投资者身上赚钱。一旦发生令人汗颜的事情，他们也只会焦急得扭绞双手。

第十，共同基金经理，他们总是使用可以想象得到的一切花招捏造自己的书面业绩，以图一夜之间成为百万富翁。

第十一，投资组合经理靠玩弄"正面我赢，背面你输"的把戏来收取费用，他们在牛市中发了财，却在熊市中令其管理的投资组合一败涂地。

第十二，证券分析师，他们将自己的职业操守抛在脑后，成为"小道消息的传播者"，任由自己的机构被一群骗子拖入泥潭。

以上只是出了问题的一些方面。但是，对于那些坚持己见的人，对于那些遵循稳步而现实的方法的人，对于那些不会践踏自己职业责



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

任的人，对于那些不会受到利益冲突诱导的人，对于那些不为花哨的“概念”所动的人，是不会出太多问题的。

当我在这里讨论投资行为问题出在哪里的时候，我们公司的共同基金项目已经超过了3年来的投资最高点，尽管我们从未自称天才。

从这一长串令人震惊的事情中我们学到了什么？几年来，大多数国家都认为新英格兰人是精明的投资管理者。你知道在我们这行对一个人最好的称赞不是说“他真得很精明”，而是说“他具备很多常识”。

我认为这句话可作为“问题出在哪里”的总结。在更早一些的迷乱时期，很多投资者孜孜以求的是“精明“，而忘记了能在长期中带来收益的“常识”。

谢谢！

▶ 问答部分

古德曼先生（Mr. Goodman）：戴维，我们现在讨论的是由专业人士导致的市场衰退现象。你认为衰退应该归咎于专业人士吗？这是一个机构主导的市场？

贝伯森先生：当然，专业人士难辞其咎。1967～1968年，市场处于初始失控状态，大机构和专业人士本应知道如何管理投资，却陷于投机中不能自拔。1969～1970年出现的熊市正是这些专业人士导致的，别无他人。

古德曼先生：那么你认为我们应该对此做些什么？

贝伯森先生：嗯……我个人认为，很多专业人士应该离开这个行当。尤其是拥有四季疗养院25万股份的那些人……

古德曼先生：在你心中是否有了明确的人选？

贝伯森先生：比如帕尔文·多曼公司（Parvin Dohrmann）和绩效体系（Performance System）等等。我这里有一个名单。

古德曼先生：我不确定这些听众能够承受多少痛苦。

贝伯森先生：我这里有一组关于大约30个公司的数据，它们……

古德曼先生：不要在这里都读出来。

贝伯森先生：不，我要说，它们在几年前，都是职业货币经理最看好的。到去年7月，它们的市值已经降低了90%，现在又下降了83%。很显然……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

古德曼先生:如果倒过来,那些报表上的数据会看起来很好。

贝伯森先生:我认为大量购买绩效体系、拉姆斯(Lums)、萨斯奎汉纳(Susquehanna)或者安尼克塞特(Unexcelled)股票的人不会是某个远在爱达荷州(Idaho)波卡特洛市(Pocatello)的医生,他们的办公室可能就在这附近。

古德曼先生:我不知道有谁的办公室在这附近。昨天,我听了很多关于自我管制的讲话。穆斯基(Muskie)议员好像暗示,整个国家对于投资行业表示不满,如果你认为很多人要离开投资行业,我想知道我们应该选择哪些人,并且如何保证实施,从而保证整个国家不会群情激愤并做出更多对投资行业有害的事情,这个更多是相对于投资行业给自己带来的危害而言。有没有人想发表意见?

贝伯森先生:嗯……我倒是认为,如果这些精明的投资经理、货币经理的客户和他们一样精明,那么客户们应该决定他们是否要呆在这个行业里。

古德曼先生:在自由市场上,这是最重要的信条。关于客户进入,你可能已经说过同样的话。那么你认为已经在共同基金上损失惨重的那部分客户,是应该直接就退出,不再进入投资市场,还是寻找另一项共同基金,还是别的什么呢?

贝伯森先生:我认为,这次发生的事情的一个后果就是相当多的人将在很长一段时间内退出股票市场。

《华尔街日报》几周前的一项调查显示:很高比例的人将不会再买股票。同样,根据现在这个行业的情况判断,相当多的账户正试图找到新的经营者。

古德曼先生:你能说说你自己犯下的错误吗?哪怕是一个。

贝伯森先生:如果我深究的话,确实可以找到一些,但都不是严重的错误。问题不是发生在1969年或者1970年,而是发生在1968年。我们在1968年的问题就在于为什么我们没有做戴维·梅杰(David Meid)能够做的事情或者——

古德曼先生:那是一段沉默期。

贝伯森先生:——或者弗雷德们(Freds)——弗雷德·阿尔杰(Fred Alger),弗雷德·卡尔(Fred Carr),弗雷德·梅茨(Fred Mates)。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

古德曼先生：我从来没有在这个角度上来看待他们。

贝伯森先生：他们导致了 1968 年的问题。到 1970 年，我们什么都没有了。

大灾难[1]

约翰·布鲁克斯(John Brooks)

约翰·布鲁克斯的写作中充满了风趣智慧的话语和他对华尔街及投资活动兴衰的深刻理解。我们从他的《戈尔康达往事——1920～1938 年华尔街的真实故事》中节选了一章。其中，他披露了理查德·惠特尼(Richard Whitney)的可耻行径。作为曾经的机构掌权者和 J. P. 摩根公司(J. P. Morgan & Company)的场内经纪人，惠特尼先生在面临个人财务危机时非法侵吞了纽约证券交易所的退休基金，并由此引发了一场灾难。



感恩节那天一整天，乔治·惠特尼(George Whitney)都在竭尽全力地挽救他弟弟垮掉的事业，或许，也是在挽救自己对弟弟人品的恶劣印象。那天早上，在他的坚持之下，理查德·惠特尼来到他家，交给他一组匆忙整理出来的数据，目的是向哥哥说明理查德·惠特尼公司当时的境况。这些数据显示理查德·惠特尼公司盈利约一百万美元，但后来理查德·惠特尼承认是伪造的。然而哥哥并没有质疑账目的真实性，只发现迪克[2]高估了蒸馏酒公司股票，而此时数目庞大的蒸馏酒公司股票正是惠特尼公司资产的主要组成部分。在将这只股票的估价调整到更加实际的价位之后，乔治·惠特尼得出结论，公司可

[1] 经允许，选自：Once in Golconda: A True Drama of Wall Street 1920—1938 (New York, Evanston, and London: Harper&Row, 1969), Chapter 11, pp. 249—269。

[2] 即理查德·惠特尼。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能仍然会盈利大约五十万美元，前提是股票能卖出去。他还认为蒸馏酒公司股票的崩溃证实了迪克完全不具备商业判断力，现在他最好的选择就是在其他失败接踵而至之前尽快退出经纪人行业。现在必须要找到一个愿意接手公司的人。理查德·惠特尼公司二十多年来一直保有良好的声誉，或许有哪个富豪会为自己的儿子买下这样的公司。意识到要放弃自己刚刚掌握的领域中的立足点时，理查德·惠特尼震惊了。他的反应就像所有靠着哥哥借的一百万美元脱离绝望的困境的弟弟一样，他同意了。

还没等节日过去，乔治·惠特尼就开始了下一步行动。他打电话通知弟弟的老朋友哈里·西蒙斯(Harry Simmons)下午过来与他们兄弟俩聚一聚。西蒙斯吓坏了，推脱说他正在教堂，随后要参加一个家庭宴会。不过，那天下午晚些时候西蒙斯还是赶到了乔治·惠特尼的家里与兄弟俩共同商谈。哥哥大致描述了现在的境况并解释了他的计划。尽管没有人流露或者说出来，但是西蒙斯被如此匆忙和迫切的邀请(如果不算召唤的话)的原因再明显不过了。显然，他们就是希望西蒙斯能接手理查德·理惠特尼公司，但西蒙斯不明就里，甚至都没有看看理查德·惠特尼的报表数据，就主动表示，他对证券也就是理查德·惠特尼公司的核心业务一窍不通，所以是个门外汉。

失望的情绪笼罩了会谈。他们渐渐转向讨论处理公司的各种可能的办法。三人达成了共识：首先，由于公司具有良好的知名度，所以卖掉公司是比完全清算更好的选择；再者，在接下来的几天里，理查德·惠特尼要竭尽全力地为其公司寻找买家，并想个什么办法将与会者巧妙称为"呆滞资产"的蒸馏酒公司股票悉数变现。

整个过程中没有人提及退休基金的事。

感恩节后的那天，乔治·惠特尼向他的合伙人托马斯·拉蒙特(Thomas Lamont)提起，他已经确定迪克不再具有"正确、适当地处理业务的能力"，所以他"将说服弟弟结束自己的生意"。"好吧，"拉蒙特用摩根式的克制语气回答道，"我应该认为这是一件好事。"同一周，乔治·惠特尼和拉蒙特离开纽约前往南方，开始他们计划已久的假期。据西蒙斯后来回忆，没有确凿证据证明惠特尼已经开始盗用退休基金，他后来陈述当时他对理查德·惠特尼的诚实丝毫未曾怀疑。1937年12月期间，他与惠特尼在交易所的午餐俱乐部里有过几次会面，这



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当中，他还询问惠特尼资产清算计划进展得如何。惠特尼慢吞吞地回答着，提了提他认为可能有兴趣接手蒸馏酒公司股票乃至整个公司的一两个集团。而实际上，清算计划根本没有任何进展，没人愿意接手那些股票甚或整个公司。惠特尼仍在疯狂地努力支持蒸馏酒公司股票的市场价格，并为此目的不断借了更多的钱。就在圣诞前夕，保罗·阿德勒(Paul Adler)又借给惠特尼 10 万美元，这次他在一周后准时归还；但是他向精明的亚伯拉罕借同样数目的钱时，只得到了一万五千美元——这几乎就是一个羞辱，但惠特尼还是接受了。1938 年 1 月 3 日，惠特尼不得不向从南方回来的乔治报告，他的清算谈判"已经成为泡影"。

同时，理查德·惠特尼的白衣骑士生涯走到了堂吉诃德式的结局。由于个人已经身败名裂，他在公开角色的最后一幕戏中，要彻彻底底扮演一个具有钢铁般原则的男人。查利·盖伊(Charlie Gay)在到感恩节时就已经做出了决定：证券交易所已经无计可施，唯有大方地向道格拉斯(Douglas)和美国证券交易委员会(SEC)妥协让步，并彻底地革新。他现在清楚地知道，如若不然，就会像道格拉斯曾经警告的那样——由华盛顿来接管。1937 年 12 月初，在征得证券交易所管理者勉强同意后，盖伊成立了一个新的小组，为证券交易所的重组提供建议，其部分成员并非证券交易所成员，由大陆制罐公司(Continental Can)董事会主席卡拉·C. 康威(Carle C. Conway)领导，委员中还特别包括了新政拥护者 A. A. 贝利(A. A. Berle, jr.)。这几乎是正式承认失败。人人都明白，康威委员会将会根据证券交易委员会的意愿来对交易所的改组提出建议，人们也都推测证券交易所将不得不接受这些建议。惠特尼的法律委员会顽固地反对"康威委员会"的存在，亦反对其支持改革的人员组成，但只是徒劳。证券交易所领导层的大部分人已然倒向了私利，尽管他们私下里可能还是倒向惠特尼这一边的。惠特尼几乎是孤军奋战地继续坚持原则。到 1938 年 1 月 1 日时，康威委员会仍在撰写报告，到了 27 日报告发表的时候，大家发现这份报告对方方面面都提了建议——领取薪金的总裁、技术人员、非成员管理者、提高支持改革者在证券交易所内的影响力——这完全符合道格拉斯的初衷。盖伊立马对这份报告全部认可，道格拉斯也表示激赏。为了强调华尔街与华盛顿之间和谐融洽的新气象，最新任命的美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国证券交易委员会委员是来自北卡罗来纳州崇拜摩根的约翰·韦斯利·汉尼斯(John Wesley Hanes)。十分有趣的是，他因此成为自从乔·肯尼迪(Joe Kennedy)以来第一位参与新政、跻身国内最高职位的彻头彻尾的华尔街大亨。

这一场旷日持久的战争终于几乎接近尾声，事情发展到了交换抵押品的阶段。但是，惠特尼仍然不合时宜地坚持原则。1月31日管理委员会开会讨论康威委员会的报告。绝大多数人表示支持并立即无条件接受报告。只有惠特尼及其支持者——他们的地位已经降至低得可怜的程度——毫不退步，坚持只能大致接受报告中的意见，以便按照著名的反对《证券交易法》的斗争方式，为每一条文留下回旋余地。惠特尼如此能言善辩，以至于有一阵子看起来他那天仍可能获得成功。但是，盖伊对此的回应是慷慨激昂地劝导证券交易所最终停止使用花招和不断拖延，欣然接受不可避免的改革；他走下总裁演讲台，来到董事议事厅中间，以强调他所说的是多么重要。

全体一致同意，只有一票否决。这一票事实上是惠特尼作为证券交易所管理者的最后一票。

1938年1月，乔治·惠特尼最后一次操劳弟弟的事务，他接手了一项吃力不讨好的任务，试图亲自清算理查德·惠特尼公司。假如他成功了，日后将引火烧身，因为他弟弟向他隐瞒了公司已经资不抵债的事实。然而他并没有成功。那时，他的主要想法是，他自己的公司可能会是弟弟的救星——摩根公司“可以料到会以某种方式”准备接收蒸馏酒公司股票作为抵押物以提供新的贷款，让惠特尼公司有足够的现金吸引住潜在的收购者。如果作为一项严格的商业主张来看，这一做法面临着一个巨大的障碍：惠特尼在1931年的黑暗时期曾向摩根借了50万美元，至今仍有近2.6万美元尚未归还。然而乔治·惠特尼执着地、或许这次还有一点儿羞愧不安地请求摩根最精通普通股的合伙人弗朗西斯·巴托(Francis Bartow)来审核惠特尼公司的蒸馏酒公司股票投资组合，看看它是否适合作为抵押品获取其公司的新贷款。



巴托有自己的顾虑。在仔细研究了蒸馏酒公司的事情后，他发现这家公司的资产主要是由大约55万加仑泽西闪电酒(巴托文雅地称之为“白兰地酒”)和100万加仑苹果酒组成。他后来描述，他自忖：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"有谁能确定这么多酒能在六个月或者一年之内卖完呢?"也许有人可以确定这一点,但是巴托不能,巴托咨询的另外两位合伙人也不能。因此新贷款的事情仍然被搁置,惠特尼公司危机依旧。

然而此时又有事情发生了。惠特尼公司资金紧张的传言终于传到了最不能传到的地方——证券交易所——引发了一系列残酷的事件。感恩节刚过,西蒙斯内心很纠结,他认为自己有责任向证券交易所的纪律机构——商业管理委员会转述惠特尼挪用抚恤基金资产的传闻。然而,经过再三思考,西蒙斯决定惠特尼既然已经偿付了这笔资金,如今一切都了结了,就他而言没有必要再"搬弄是非"了。现在,我们的故事中很长时间没有提到的人物要重新登场了:那就是被戏称"卖了吧"的本·史密斯(Ben Smith),他脖子短粗,是1930～1931年大熊市上大吼大叫的投机商、共同基金操作者以及公众眼中的恶棍。12月中旬,盖伊总裁邀请史密斯私下里到他的办公室共进午餐——此时的史密斯已经成为一位资金雄厚、受人尊敬的交易所成员。用餐时,盖伊询问史密斯如何才能改善公众对交易所的印象。

对于史密斯当时具体是如何回答的,两个人后来的说法不尽相同。史密斯说:"我告诉他我认为只要那些老保守派还在,他就没法做到这一点……我提到了惠特尼先生,并告诉他越快摆脱这个人,对证券交易所就越好。我认为惠特尼先生在很大程度上应该为证券交易所现在所背负的坏名声负责。他想要知道我反对惠特尼什么方面,我说……惠特尼已经破产了,而且在华尔街处处欠债。我认为他继续担任证券交易所的主要领导者并不合适。"盖伊后来证实了史密斯的说法,但是强烈否认史密斯曾说过惠特尼已经"破产"。他还指出,从用餐时史密斯的肢体语言可看出其对惠特尼抱着敌对、仇视和愤怒的态度。

或许的确如此吧。一位是白手起家的爱尔兰人,一位是傲慢的英格兰贵胄,华尔街这个严酷的小社会和美国这个严酷的大社会所提供的每一个"交战理由"都会令他们针锋相对。1931～1932年间,惠特尼极力维护华盛顿的卖空行为,毕竟是维护了史密斯,即便未必是故意为之。自那以后他们之间发生了什么我们不得而知。但是很容易就可以想象得到,在证券交易所这个两人共处的小世界中的交易大厅或其他地方,英格兰贵胄曾表现出简慢轻蔑,而爱尔兰人则表现出无礼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的粗鲁。无论如何，由于史密斯对惠特尼存在明显的敌意，盖伊对他的很多话持怀疑态度。这次午餐之后的一个月，盖伊并没有着力调查惠特尼公司的财务状况，但他还是不可避免地随时警戒有这类消息传来。

真正造成影响的传言完完全全是个谎言，这种连艺术都不敢表现的讽刺性情节，却在现实生活中轻易发生。1938 年 1 月中旬的一天，美国灰狗汽车公司的股票交易专家约翰·B. 谢特拉(John B. Shetlar)发现美国灰狗汽车公司的股票被“廉价抛售”。“股票被分批抛售，500 股一批，”谢特拉后来回忆，“一批一批连续不断，而且是由许多不同的股票经纪人不计价格地廉价抛到市场上。”不知何故，谢特拉断定惠特尼公司是廉价抛售的始作俑者(尽管有众多经纪人参与作为幌子)，而这一行为也暗示其公司正面临极端的困境——但谢特拉没有证据，仅根据场内专家经纪人生存所必备的市场运作第六感。事实上，后来的调查显示，1 月中旬惠特尼公司自身未曾廉价抛售过一股灰狗汽车公司的股票，也未曾代表客户抛售。



一旦查明某一会员公司出现严重问题，谢特拉作为证券交易所成员，责无旁贷应向主管反映。他本着责任心根据自己的预感行事，以证券交易所管理者和惠特尼密友的身份拜访了威灵顿公爵(Duke Wellington)。他告诉威灵顿廉价抛售的事情以及自己对其起因的意见。对此，威灵顿点了点头回答道：“我会关注这件事的。”威灵顿立即拜访了证券交易所这方面事务的专门主管——商业管理委员会主席豪兰德·S. 戴维斯(Howland S. Davis)，把自己听到的事说了出来，并向戴维斯请求，无论戴维斯将对此采取何种措施，考虑到自己与惠特尼的私人关系，不要泄露自己就是举报者。戴维斯同意了这一请求。接下来发生了一件奇怪的事。还没等威灵顿离开交易大厅中与戴维斯交谈的那个地方，他就接到消息说惠特尼想要见他。见面时，惠特尼向他借25 000美元无担保贷款。前一年 11 月，由于自己等了好多年才等到惠特尼还清第一笔欠款，威灵顿已经拒绝了这位老朋友 10 万美元贷款的请求。而现在有谢特拉的报告印证自己已知道的事情，他很明确自己该说什么。他的回答是“不”。

商业管理委员会主席开始采取行动。从家世和背景来看，豪兰德·戴维斯是个潜在的老保守派。作为一个老派贵族经纪人的儿子，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

戴维斯成长于默里山(Murray Hill)的一栋住房内，与J. P. 摩根的家隔着麦迪逊大街对门而居，还曾经参加过摩根女儿们的亮相晚会[1]。作为一名经纪人，戴维斯常常被认为是“摩根人”，因为其与几位摩根合伙人有交往。但是实际上在商业方面，他的公司从来不受“华尔街23号”[2]的青睐。少年戴维斯就见过同是少年的乔治·惠特尼和迪克·惠特尼，并且一见到他们就没什么好感。正如多年后他所描述的那样，他认为这两个男孩是“彻头彻尾的势利小人”和“讨厌鬼”。然而，这之后很久，戴维斯成为证券交易所的管理人员并经常出入迪克惠特尼的公司，他对这位弟弟的看法有所改变，甚至开始小心翼翼地喜欢他了，尽管还称不上是亲密。根据他对华尔街的政策制定，以及其社会交往来看，戴维斯从来就不是老保守派，但也同样不是改革派。作为中立派，他对1935年的证券交易所斗争始终予以回避。现在，当他通过威灵顿得知谢特拉的报告时，他看到了自己的责任所在。证券交易所最近在证券交易委员会的压力下实行的改革措施之一就是不时地向所有的成员公司邮寄当前财务状况调查表。实际上根据这一新程序，第一批问卷将于几天后的1月20日寄出。按照正常的计划，惠特尼公司要到5月中旬才会收到第一份调查表，并于5月底前反馈。但现在戴维斯指示将惠特尼公司提到最前面来，立即向其寄出调查表并要求其在2月15日之前反馈。他认为这样可以直接搞清楚情况。而且会员公司大多对交易所邮寄调查表的顺序安排并不了解，所以提早收到调查表不是什么特别的事，不会让惠特尼察觉到自己被怀疑。

这样，错误的味道却让猎狗找到了正确的踪迹。惠特尼收到了调查表。在2月15日——表格应当被寄回的到期日，惠特尼请求一周的宽限，并得到了批准。2月21日，他寄回了调查表。当天晚上，交易所的审计官对调查表快速进行了核查。虽然惠特尼寄回的表格要比他感恩节给他哥哥看的账目要详细得多，然而同样漏报了很多内容，意图弄虚作假。尽管如此，审计长的初步分析仍然显示公司的资本情况远远达不到商业管理委员会的要求。因此交易所按照这种情况下

〔1〕 在西方社会，年轻女孩在迈入成熟时期前会获得一次隆重的舞会，这种亮相晚会(coming out party)的举办是少女正式开始社交活动的标志。——译者注
〔2〕 摩根集团总部。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的惯例开始采取第二步措施:2 月 23 日,一名交易所的会计师被派往惠特尼位于布劳德街(Broad Street)15 号的办事处,对公司账册进行审计。

账册同样已经被篡改,但还不到位。惠特尼意识到这一点,在 2 月 24 日登门造访了戴维斯位于城郊的公寓,请求能宽限一段时间。他说他知道他的资本达不到要求,而且不明智地把资产集中投在某些证券上云云。但他解释道,他正在积极协商争取一笔 70 万美元的贷款,这能让他补上所有的亏空;他的公司有着良好的声誉,他很不情愿在证券交易所的记录上对其有一点点负面报告;为此,能否先从他的公司撤回那位会计师,等到几周后一切回归正轨再回来?

这位曾经认为惠特尼是"讨厌鬼"、后来又逐渐对他有了好印象的人的回答是,在他看来,让会计师继续在惠特尼的公司照常工作才是合理的。

到了 2 月 28 日,在深入调查惠特尼公司账册 5 天后,证券交易所会计师已经掌握了惠特尼挪用客户证券大量的、但非结论性的证据。3 月 1 日,戴维斯将当时的发现告诉了盖伊。第二天的晚上,盖伊、戴维斯、西蒙斯以及证券交易所的律师在大都会俱乐部会见了惠特尼的私人律师 L. 伦道夫 · 梅森(L. Randolph Mason),并详细商讨了整件事。他们巧妙地警告梅森,他们强烈质疑他雇主的账册能否真实地反映其财务状况。他们会和他保持联系。第二天,也就是星期四,惠特尼让戴维斯停止调查的第二次努力以失败告终。星期五的时候,惠特尼的重要罪证暴露了。交易所的审计长向他的上级们报告说他已经掌握了确凿的证据证明惠特尼盗用公款,他的公司已经资不抵债了。

3 月 5 日星期六的早上,审计长亲自将其发现的证据摆在惠特尼面前。审计长后来描述,惠特尼"默认"了他滥用客户的证券。但这仅仅是一个伪装,惠特尼并没有放弃。当天下午,他在盖伊办公室呆了两个小时,打出他最后一张牌。他对自己的渎职行为供认不讳,但请求特别照顾——希望交易所默许他出售自己的成员资格,然后撤销对他的指控。盖伊想知道凭什么,惠特尼就开始百般诱导。"我到底还是理查德 · 惠特尼,"他说道,"在千百万人看来,我就是证券交易所嘛。"所以有损于他的事情,也会有损于证券交易所乃至于华尔街。他破产的事情被公之于众是不可避免的,但是如果他盗用公款的事情被



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公之于众，将会使证券交易的立足点——信任——受到嘲弄，这将是华盛顿改革力量的胜利，也将是美国证券交易委员会做梦也想不到的大财运……

这是一个非常有说服力的观点，因此惠特尼着重强调。在两个小时的会谈过程中，他一遍又一遍地阐述这一论点。“我不认为惠特尼先生是在请求，”盖伊后来描述道，“他的表现超出了理智的状态，就好像他谈论的是别人而不是他自己。”确实如此：这位白衣骑士正在谈论一个小偷。可以想象查利·盖伊极受蛊惑。他骨子里有白手起家者的保守主义观念——从小到大都很羡慕华尔街老保守派闲适、慵懒的优雅举止，他一辈子像个奴仆一样工作，就是为了成为他们中的一员。而现在让老保守派和老保守派的时代和惠特尼同归于尽，是他和惠特尼自己都不愿接受的事。如果同意惠特尼偷偷辞去职务，并向外界宣布他将退出证券业转而从事其他领域的工作，那么至少惠特尼盗用公款的事可能不被曝光，经过一段对于丑闻的短暂骚动之后，整件事情都会被淡忘，一切都会恢复原状。如果不这么做的话……

但是，盖伊同样也是一个极端诚实、尽责的人。恐惧犯罪的道德心战胜了维护那个他许久以来接受并欣赏的世界的愿望。他再三坚决地告诉惠特尼将会继续起草对他的指控及其详细说明，并会按计划在星期一早上将这些起草的材料与证据一起提交给商业管理委员会。

在这个星期六下午之前的两个月期间，惠特尼为了捍卫自己生活或者说是生活方式，肆意进行着最后的疯狂借款，其中的具体细节给他的故事、实际上是给他的借贷史加上了一些奇特的注脚。如今，贷款请求遭到拒绝已经成为家常便饭，他渐渐学会面不改色地接受拒绝。“怎么不向乔治借呢?”当惠特尼向别人借钱的时候，大家都直截了当地这样问他。“我哥哥不在城里，如果他在的话，我就不会来找你了，”惠特尼傲慢地说道，“喔，非常抱歉……”他一次又一次听到这样的回答，然后直接抬脚走开。1 月的时候，一贯忍耐也是一贯敬畏他的保罗·阿德勒(Paul Adler)拒绝了他；因为无法直面偶像的坍塌，阿德勒在证券交易所的一张便签上潦草地写道：“迪克，我很抱歉，但是我们已经决定目前不向何人提供任何贷款，为此我深表遗憾。您真诚的，保罗。”2 月中旬，惠特尼找到约翰·H. 麦克曼奴(John H. McMannus)，一个远在他日常社交圈之外的场内专家经纪人，并要求借贷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10万美元。麦克曼奴吃惊地愣了片刻，随后表示如果借据上有乔治的背书，他就可以借钱给他。而惠特尼提供的是他妻子的背书——"她的身价是50万美元，"惠特尼毫不脸红地说。麦克曼奴说他从不接受女人的背书。惠特尼点了点头。"不要对任何人说起此事。"他离开的时候随口说道。后来，麦克曼奴说，这件事是他商业生涯中遇到过的最令他瞠目结舌的事情："我将他看作这个世界的精英。我很震惊，我想不通这件事。"麦克曼奴后来才意识到，如果当时他能想明白，是无论如何也不会借出这10万美元的。

2月末的时候，惠特尼向悉尼·温伯格(Sidney Weinberg)借贷5万美元，此君那时已经是高盛集团的合伙人，且即将成为战后早期的"华尔街先生"。唯一的问题是惠特尼原以为这位绅士的名字是温斯坦(Weinstein)。

然而，更令人震惊的是，与此同时，惠特尼还取得了几次巨大的成功。2月中旬，惠特尼像往常一样向亚历山大·B. 盖尔(Alexander B. Gale)借10万美元。盖尔表示他只能借7.5万美元，并立即给了他这一数目的支票。然而，惠特尼却给了他10万美元的借据。这让盖尔感觉自己是个吝啬鬼，为了补齐借据上的数额，他又给了他2.5万美元。大约在同一时间，惠特尼又向一位名叫沃尔特·T. 罗森(Walter T. Rosen)的人借钱，数额和惯常一样，而且和以往一样，没有抵押物。罗森在把钱交给惠特尼的同时还说了一小段中听的恭维话："我对老摩根先生的态度印象深刻，他认为借款者个人诚实的品性远比他提供的抵押物更有价值。""摩根先生完全正确。"接过支票的时候，这位摩根的经纪人神情自若地承认。

惠特尼的最后两笔借款各有其令人难忘之处。3月1日，离惠特尼向盖伊摊牌的星期六还有4天，他找到布朗兄弟哈里曼公司(Brown Brothers, Harriman &Company)的两位合伙人耐特·伍利(Knight Woolley)和W. 艾夫里尔·哈里曼(W. Averell Harriman)借钱，数额和惯常一样，后者以前并不在他的社交圈子中。伍利和哈里曼并不像老摩根先生一样，虽然他们也属于一家同样著名的、杰出的公司，但他们要求提供抵押。惠特尼许诺在几天之内将抵押物交给他们，并当场就拿走了借款。然而抵押物再也没交过来。同一天，惠特尼向一个年长的、身体状况欠佳的朋友借了2.5万美元，此人贯穿了我们这个波

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

澜起伏的故事，他就是约翰·W. 普兰蒂斯(John W. Prentiss)上校，1920年艾伦·瑞恩(Allan Ryan)和证券交易所纠纷中机智的调停者。18天后，普兰蒂斯上校没有等到惠特尼偿还这笔债务就去世了。

1月末，惠特尼进行了最后一次也是最严重的一次公款盗用。26日，惠特尼未经过任何解释便要求自己公司的出纳员罗伯特·J. 罗森塔尔(Robert J. Rosenthal)将属于公司众多客户的大量证券交给他，在这些证券中包括他岳父价值80万美元的地产券。两天之后，他将这些证券当作是自己的资产提交给了公共国家银行(Public National Bank)，以此为抵押得到了多达28万美元的贷款。

让我们根据这些令人咋舌的记录简略统计一下惠特尼在1938年3月第一个星期中的真实财务状况。在之前的四个月中，他总计借款111笔，金额达2 736.15万美元。其中，超过2 500万美元是商业银行贷款，多少属于可靠的质押借款，并凭借申请新贷款归还那些到期的贷款来不断加以周转。除此之外，惠特尼还有完全无担保的债务，其中欠乔治·惠特尼289.7万美元，欠J. P. 摩根公司47.4万美元，欠其他人大约整整100万美元。他借入的股票价值39万美元。这样，不算他通过盗用手段而“欠”的客户款额，完全没有担保或者几乎没有担保(仅仅通过他的人品和好名声)，惠特尼就借到了超过500万美元。

最后的几天里，惠特尼在证券交易所交易大厅中走到那些他并不认识的人身边，无一例外地以随意得近乎冷漠的口吻请求他们借10万美元，数额和惯常一样。他另外做的一件事表明到最后他已经陷入了一种发疯或者类似于发疯的状态。在这疯狂的一周(以星期六下午的对峙为终点)的星期二，惠特尼拜访了本·史密斯。他并未卖力地说些站不住脚的谀辞，而是唐突地宣称他“希望尽快结束这件事”——就好像他此行的任务是来义正词严地对下属训话。然后，惠特尼让他“看在自己的面子上”借25万美元。在当时的情形下，史密斯的回答并不令人吃惊，甚至还不够粗鲁。“我说他高估了自己的面子，”史密斯后来描述道，“于是他告诉他的事情就是如此，他现在处境困难，必须要借到25万美元。我告诉他甚至都没跟我打过招呼就向我借25万美元，还真够有勇气的。我告诉他我真不喜欢他，我连一个子儿都不会借给他。”惠特尼点了点头。事情的经过就是这样。

事情当然是这样的结局。但是，惠特尼为什么要这么做呢？除了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

残酷的拒绝，他还期望从本·史密斯那里得到什么？这难道是一场投降仪式，被打败的狼故意将它的脖子暴露于征服者的利齿之下？情况不可能是这样的；就我们所知，在那个星期二惠特尼绝对没打算投降。唯一的可能就是，因为他很长时间以来一直承受别人的轻慢，以致对自己所受到的轻慢已经麻木了。他根本没把这种暴发户放在眼里，自然对他的恶语相加满不在乎。他之所以去找史密斯只是因为这对于他来说并没有什么损失。正如史密斯所说的，惠特尼很有勇气，相当大的勇气，而且这勇气最终也没有减少。

弗朗西斯·巴托是J. P. 摩根公司"在证券交易所里的人"，当拉蒙特和乔治·惠特尼不在的时候，他就是公司的责任合伙人。此时，拉蒙特在南方旅行之后又去了国外旅行，乔治·惠特尼也在1938年初就回到了南方继续接受针对其1937年的旧疾而进行的长期恢复治疗。下面，就让拥有杰出戏剧天赋的巴托来为我们讲述在惠特尼最后一次力图劝说盖伊撤诉的那个星期六晚上发生了什么：

3月5日下午，我在纽约沟通俱乐部(Links Club)与几个朋友打桥牌，理查德·惠特尼打电话找我。他说想要尽快与我见一面。我向他解释了我在哪里，并问他在什么地方，他说在自己的办公室。我建议他顺路来找我。他回答说他会的。


世界资本经典译丛
The World Classics of Investment

过了一会儿，他出现了，我们一起坐下来说话。这时，他从衣袋中拿出一大张折叠起来的纸，然后打开来。他说："我遇到麻烦了。"我说："等等，你现在和我谈话是想要向我借钱吧？"他说："是的。""嗯，"我说，"坦率地讲，我不会借的。"我想那时我对他稍微有一点不耐烦，因为我揣测他一定知道了我已经与伦道夫·梅森探讨过关于他的事情，但还没拿到梅森答应给我的审计报告及其他信息。他说："嗯，星期一早上10点30分，商业管理委员会将会对我的事情进行审查。"我说："等等，就此打住，你不应该跟我说这件事。我的建议你应该去见伦道夫·梅森，然后把事情都告诉他。"

他将纸折起来离开了。我继续与朋友们玩牌。我记得他临走时我对他说："我还会在这里待上一段时间，如果你需要的话，可以来这里找我。"

过了相当长一段时间，有人对我说理查德·惠特尼在楼下，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有话要跟我说。我一空下来就去找他，他和伦道夫·梅森在一起。他说："弗兰克，我们已经详细谈过这件事了，我想知道你有什么建议。"

我说："我已经告诉过你了，我没有什么建议。"

"那好，"他说，"星期一商业管理委员会审查我的事情时，可以想象一些令人尴尬的事情将会暴露出来。"

我说："令人尴尬是指什么？"

"嗯，"他说，"比方说，纽约快艇俱乐部(New York Yacht Club)有些证券在我这里。我把这些证券拿去作为贷款的抵押物了。"

我说："纽约快艇俱乐部欠了你多少钱？"

他说："他们不欠我钱。"

我说："你的意思是你把客户的证券拿去作为贷款的抵押物，并把获得的贷款据为己有、投入到自己的生意中，而他们根本不欠你钱？"

他说："是的。"

我说："这太严重了。"

他说："这是犯罪。"

我问道："像这样的情况还有吗？"

他说："是的，还有两桩。一桩是谢尔顿地产(Sheldon Estate)，我是其遗嘱执行人；还有一桩是贝尔德夫人(Mrs. Baird)的证券。"

我说："迪克，现在事情的性质已经完全不同于你我原本谈论的那样，我不会再与你讨论这件事了。现在我要去给我的律师打个电话。"

一个人听到他的朋友兼生意伙伴承认自己犯了罪，唯一的反应竟然是要通知律师，你是不是感到非常奇怪？说怪也不怪。要知道，当时华尔街仍然是大众关注的焦点，惠特尼是华尔街最知名的人物，而摩根是最知名的公司。摩根财团合伙人私下里了解一项犯罪活动会让大家更倾向于认为摩根公司是同谋。巴托打电话给摩根的律师，这位律师正是前总统候选人约翰·W. 戴维斯(John W. Davis)。他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约好当天晚上在这位律师位于长岛(Long Island)格伦科夫市(Glen Cove)的家中碰面。然后他回到了惠特尼和梅森身边，三个人一起在沟通俱乐部匆匆地吃了晚饭。在饭前或者是吃饭时，惠特尼对巴托说："我想向你解释这件事情。我在公共国家银行有一笔28万美元的贷款，这笔贷款的抵押品都是我从公司账户中非法挪用的，包括快艇俱乐部、谢尔顿和贝尔德的证券。"如果能够借到28万美元来偿还贷款，我就可以将这些非法挪用的证券还回去。当星期一面对商业管理委员会的时候，我就可以如实说明我的公司不存在违规行为。

巴托没有马上给他答复。作为一个谨慎的人，他准备等一等律师的意见。吃完晚饭，他和梅森将惠特尼留在高尔夫俱乐部，立刻驱车一个小时来到了格伦科夫见约翰·W.戴维斯。听完整件事情，戴维斯毫不犹豫地回答说，现在已经没有人可以或者应该做任何事情来帮助惠特尼。"任何帮他的人都有被误解的风险。"戴维斯委婉地说道。

"好的，戴维斯先生，"巴托说。"我接受您对此事的建议和忠告。我很庆幸到这里来见您。"还有一个问题：打电话给盖伊，请他将商业管理委员开会审查惠特尼一案的时间推迟一天甚或两天是否合适？

戴维斯个人的看法是没有理由不这么做。

所以巴托和梅森匆忙赶回纽约，临时安排午夜与盖伊在大都会俱乐部碰面 。他们发现与盖伊一起的还有一位证券交易所的律师，他一听完巴托的请求就极其坚决地回答道，无论如何，星期一的会议是一分钟也不能推迟的。事情看起来只能如此了。巴托和梅森回到沟通俱乐部，将这一残酷的消息告知了愁闷的迪克·惠特尼。

星期日更是一团乱麻。巴托继续讲述这一故事。

一大早我就打电话给我的合伙人安德森(Anderson)先生，同时还给待在费城家中的合伙人查尔斯·迪克(Charles Dickey)打了电话。我将前一天发生的事情大致告诉了他们，问他们是否可以下午14:30在我纽约的家中会面，他们答应了。然后，我给高级合伙人J. P.摩根先生在格伦科夫的住所打了电话，约好中午12:00会面。此后我又打电话给伦道夫·梅森先生，告诉他下午在我家将有个碰头会，问他是否参加。我还向他请求——如果可能的话，我希望罗德瓦尔德(Rodewald)先生也能过来，因为我想直接从他

世界资本经典译丛



The World Classics of Investment

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那里了解一下在他看来审计需要多长时间。

梅森先生说他会来，如果可能的话，也会安排伦道夫先生过来。

然后我驱车前往格伦科夫。到了摩根先生家后，我将前一晚所发生的事、从约翰·W. 戴维斯先生那里得到的建议以及戴维斯先生的结论都告诉了他。很自然，摩根先生极度震惊，给出了和我一样的判断：除了听从律师的建议，我们无计可施。

（但是，根据我们已经掌握的情况，J. P. 摩根真的会如此震惊吗？或者这位老绅士是为了下属的利益在假装掩饰？）

之后我起身回到了自己位于城区的家。星期日下午安德森先生和迪克先生来到我家，我们坐下来，我尽可能详细地将我所了解的情况回忆起来告诉他们。然后我打电话给约翰·W. 戴维斯先生的合伙人桑德兰（Sunderland）先生，问他是否可以来我这里会面。他到了我家。差不多那个时候梅森先生也到了。过一会儿，罗德瓦尔德先生也到了。我向罗德瓦尔德先生询问，在他看来高级会计师们完成一次正规的审计需要多长时间。他含糊其辞，而且让我感到失望的是他的表述让我觉得这次审计花费的时间将比我预想的长很多……

桑德兰先生到达后，我将自己做过什么和我的计划告诉了他。我向他询问我这样做是否是合适和正确的。他说："无论在什么情况下，你或者 J. P. 摩根公司的任何一个人都不可为了查清事情而踏入理查德·惠特尼的办公室。"

然后，我告诉桑德兰先生他已经解答了我们的问题，他不需要再在这里耽搁了，我想他也很忙。他离开我家做他自己的事去了。稍过一会儿……我一个接一个地对他们说，很抱歉把他们（安德森、迪克和梅森）从家中请来，而后我推测他们都已经回到所来之处了……

下午晚些时候，我认定必须打电话给我的合伙人乔治·惠特尼，告知他我所知道的一切。因此我接通了他在佛罗里达州的电话，尽可能谨慎地、也尽可能全面地将自己知道的告诉了他……

惠特尼先生说："我的上帝！"

的确是"我的上帝！"显然除了这句话之外，乔治·惠特尼没什

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么话好说，也没有什么可以做的了。

于是，星期一的时候，证券交易所的正义之轮开始转动。那天早上，商业管理委员会按照原定计划准时开会，听取了证据之后，一致投票决定立即向治理委员会提出对惠特尼及其两名拥有证券交易所成员资格的合伙人小埃德温·D. 摩根（Edwin D. Morgan, Jr.）和亨利·D. 迈格特（Henry D. Mygatt）的指控，让治理委员会对他们采取行动。下午早些时候，治理委员会考虑了这些指控并一致投票决定向这三名成员合伙人送达传票，并通知他们依例可以有十天时间准备答辩，十天之后，也就是 3 月 17 日将举行一场关于这些指控的听证会。当天指控就送达了惠特尼、摩根和迈格特。当晚，盖伊通过电话向华盛顿的 SEC 通报了这一消息。

其间，没有人发表任何公开的声明，对新闻界也令人吃惊地没有走漏半点风声；惠特尼未被卷入的伙伴中，大部分主要都在担心惠特尼的曝光将会给华尔街带来公众灾难，他们怀着沉重的心情继续拼命找寻解决办法。星期一一大早，乔治·惠特尼从佛罗里达回电话给巴托，他说他为自己不在纽约而深感不安；难道他不应该马上回来吗？巴托劝阻他不要回来，并提醒他还没有完全康复，而且此时他也已经无能为力了。那天早上晚些时候，巴托在再一次得到约翰·W. 戴维斯的许可之后抓住了救命稻草，他拜访了罗兰·雷德蒙（Roland Redmond），这位证券交易所律师可能是惠特尼最亲密的朋友了。“你知道还有谁可以在人力范围内为这件事做点什么吗？”巴托问道。雷蒙德回答说：“没有，我没有任何办法。”可怜的雷蒙德显然陷入了苦恼；对于他来说，作为一名交易所律师的职责就是拟定对朋友的指控——这是他前一天下午在办公室泪流满面地履行的职责。

“我们就这样分开了，”巴托后来回忆道。“那天下午，伦道夫·梅森打电话给我，说他晚上想要与我见面。他可能会晚点到，他问我是否可以在家等他。我说我会等他。那天晚上他的确来了。我到现在都不明白他为什么要来，因为看起来他并无任何目的，而且他只告诉我他整个下午和晚上都在准备第二天关于理查德·惠特尼公司破产事宜的相关文件——简短的对话之后他就离开了。”但是，回想起来，梅森拜访巴托的原因就再明白不过了——他想予以哀悼。

怀着复杂的心情，约翰·韦斯利·汉尼斯成为了 SEC 在惠特尼一



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案中的联络员。星期一晚上，SEC 主席道格拉斯从盖伊口中听说惠特尼之事后立即就挑选了汉尼斯来负责这件事情，并在接近午夜的时候打电话给他，请他承担这份工作。

汉尼斯乘坐夜班火车到达纽约，他一路上想了很多，几乎没有合眼。"我首要担心的问题就是公众对于这一破产事件的反应，"后来他说道。"我们无法查明这件事在华盛顿牵涉到的公共利益的面有多广。我去纽约就是要看看除了我们在华盛顿已经掌握的之外，能否搜集到更多的事实。"一些人在事后坚持认为他另有一大担忧。他远非贪图作为摩根经纪人所获得的小额利润，他毫无疑问与他那些被当作偶像崇拜的朋友们——那些身处华尔街 23 号的人们——有同样的焦虑：往大了说，是担心华尔街的名誉受损；往小了说，是担心 J. P. 摩根公司的名誉受损。那天一大早，华尔街开始有流言蜚语，说汉尼斯来纽约肩负的特殊使命是，以 SEC 的名义建议推迟公开丑闻，与此同时，相关方面将会努力协商以期达成某种程度上的和解。这一消息正是由残余的惠特尼死党散布的。无论他的意图是什么——后来他否认了以上的猜测——当他在 9:45，即离证券交易所开始交易只有 15 分钟时到达华尔街，发现局势已经完全无法逆转了。那里充斥着关于惠特尼的谣言，这些谣言的内容太玄了，即使有些靠谱的，也描绘得比真实情况要糟糕。从华尔街的公众形象考虑，不发表公告是下下之策。因此，汉尼斯建议纽约证券交易所当局按照原定计划发布公告。无论如何，在当时的情形之下，这已经是无法避免的了。大约 45 分钟之前，也就是 9 点整的时候，商业管理委员会在豪兰 · 戴维斯主持下召开了会议；在委员席的地毯上站着惠特尼的代表人梅森和惠特尼的两名合伙人。戴维斯的开场白是："先生们，我想委员会最感兴趣的问题就是现在到 10 点钟之间的这段时间里，关于惠特尼公司今日能否继续交易，我们是否得做出什么决定。

梅森说："我们并没有掌握全部数据……我不得不说……公司已经资不抵债了。"

然后，委员会主席询问惠特尼的合伙人金斯利 · 罗德瓦尔德（Kingsley Rodewald）是否有话要说。像惠特尼的其他合伙人一样，他对现在的状况感到迷惑不解。长期以来，他对于惠特尼盗用公款的行为和公司极为严重的财务危机毫不知情。罗德瓦尔德回答说没有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“你的公司能够清偿债务吗?”主席询问。

“不能,先生。”罗德瓦尔德回答道。

所以,根据责任方亲口所述,破产成立。根据其内部法规,证券交易所别无选择。10:05 分,刚刚开市不久,盖伊登上俯瞰交易大厅的演讲台,他的秘书鸣锣暂停了交易;交易大厅鼎沸的人声渐渐平息,直至一片死寂;盖伊宣读了惠特尼公司因破产而停止交易的公告。之后交易所立即发表声明,表示已经查清在这场大灾难中存在着犯罪行为:

在对理查德·惠特尼公司事件的调查过程中,商业管理委员会在 1938 年 3 月 1 日发现,有证据显示理查德·惠特尼公司存在明显违反公正和公平原则的行为,并于 1938 年 3 月 7 日星期一下午 13:30 向管理委员会特别会议提交了指控和详细情况。关于该指控的听证会定于 1938 年 3 月 17 日举行。今天早上,理查德·惠特尼告知证券交易所,他无力清偿债务,10 点多一点,公司破产的消息在证券交易所演讲台上被宣布。

树倒猢狲散,随着核心人物的倒台,其死党也跟着倒台了。

互相欺诈的个体骗子们[1]

丹尼尔·笛福(Daniel Defoe)

因《鲁滨逊漂流记》和《摩尔·弗兰德斯》而闻名于世的丹尼尔·笛福是一位非常多产的作家,写下了很多的著作、论文以及关于政治、宗教、金融的小册子。他用以下两句诗来评价自己:

谁比我知甘与苦,
几经轮流富与穷。

这篇写于 1791 年针对股票经纪人的论战文章可能不仅仅基于他的信念,还基于他自己的经验。

〔1〕 选自:*The Anatomy of Exchange Alley*: *or*, *A System of Stock-Jobbing*, First Edition (London: Privately printed for E. Smith, 1719), pp. 1—6。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



现在要证明——那些仍在延续着的丑恶交易，于私是业务上的欺诈，于公是对国家的背叛。

上面那句话就是公众对股票经纪人的反对之声。人们如此长久而正义地控诉股票经纪人为一大公害，而更加糟糕的是，虽控诉了这么长时间却没有任何纠正措施，导致股票经纪人继续自己的犯罪行为，最终到了超越一切边界的程度。而今，非常罕见地，沉睡的正义即将苏醒，并定睛于他们。如果现在还不是时候，这些孜孜不倦的家伙我行我素，总有一天会逼得政府绝对有必要去摧毁他们。

我知道他们对于种种意见总是嗤之以鼻，骄傲地认为要约束他们是行不通的。前不久，我随意地告诉他们行业的一个高层，如果他们仍然一意孤行，会逼得立法机关绝对有必要来镇压他们。他的回答是，他相信立法机关现在绝对有必要采取行动，他们也原本就可以采取行动，但他们将会怎么做呢？他们不可能那么做，他说，除非——如果政府采取信用政策，其基金就会流入市场；只要有市场，我们就会进行买卖；在这个世界上，没有什么有效的办法来镇压我们，除非政府首先偿还所有国债，赎回所有基金，废止所有特权，即英国银行、南海公司和东印度公司的特权，并且不再运用信用购买任何东西。那时，事实上，他们已经不再需要绞死股票经纪人了，因为他们将更有可能绞死他们自己。

必须承认，我部分同意这是一个有效的办法，但我绝不认为这是对付高利贷者联盟的唯一办法——他们出卖国家以获取高利，将穷人和富人的钱都攥在自己手心里，并且随心所欲地处置这些钱。

但是，在我想出制约那些人的必要措施之前，我认为将其行径公之于众是有用的，人们可以对他们是怎样的商人了解一二。

首先，他们拥有特权，且凭着特权其所作所为大大超出了我在这个世界上所曾遇到过的所有公开的骗局。他们自己对此总是避而不谈；事实上，他们的脸上覆盖着一层特殊的五金材料，以使他们在这样的情况下能够承受。但是，当你和他谈论他的职业时，所有人都会承认这是彻头彻尾的欺诈体系；这是一种建立于骗局之上的交易，靠蒙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

蔽得逞，并凭借诡计、作弊、哄骗、伪造、谎言和林林总总的迷惑手段而愈演愈烈。他们杜撰虚假新闻，这样好，那样不好；暗中传播虚构的恐惧、惊慌、希望以及预期。他们影响那些投资者的想象，使其或兴奋或沮丧，利用其弱点进行掠夺。如果他们遇到容易受骗的年轻商人有钱进行投资，他们会在门口逮住他，小声对他说，先生，有个重要新闻，现在还没有公开，它值1 000畿尼，但是顺便说一句：遇见你我非常开心，但你必须把它视作与灵魂黑暗面一样机密。因为目前人们还不能从咖啡馆这样的场所获悉此事，如果他们能，股票的价格将立刻上涨10%。而且我向你保证，如果这个消息传出去，南海公司的股价一周内将上涨到130。哦，这个软耳朵根的家伙说，请问亲爱的汤姆，是什么消息呢？呃，真的，先生，我让你知道这个秘密，你得以名誉担保会保守秘密直到你从其他方面听说它；呃，这个消息是这样的：那个王位觊觎者已确凿被擒并囚禁于米兰堡，他们还让他禁食。我向你保证，不出这一个小时，政府就会得到来自我的圣・某某大人的专差递送急件。你确定吗？"这条急切地跳入网罗的鱼"问道。确定！呃，如果你乘马车去部长办公室，你自己会对此感到满意的，然后你在两小时以内回来。与此同时，我会办理一点事情，当然只是一点点，直到你回来。

这个容易受骗的人满脑子野火，心头犹如有一挂爆竹。来到那地方，在门口遇见一个老友，竟无知地肯定了这一传闻，就此引爆了矿井；确实，这个骗局走到这一步，已经很难躲在家里回避了。因而他没给自己考虑的时间，带着满脑子的错觉匆匆赶了回去，一心只是梦想着得到10万英镑或者两倍年收益；甚至梦想着只因为比别人预先知道消息，因而这钱唾手可得。

正在情绪如此振奋之际，他遇见了他的经纪人，又往矿井里扔了更多的烟火，使其剧烈爆炸。他立刻雇他花无数畿尼几乎以任何价格接受任何股票。由于消息现在公开，这些玩弄诈术的家伙在他身上开了价。总之，在接受了超出其实际支付能力5万英镑的股票后，这些股票经纪人得到了一片房地产。为了支付2～300畿尼给经纪人，这位先生保持从容不迫地卖掉他的马车和马匹，卖掉他漂亮的别墅和昂贵的家具，以补偿其投机的缺口。最后，当所有这些都不够支付时，他对于剩下的债务只能不予理睬。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六编

预测、分析和业绩评价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不是崩溃，而是一个牛市[1]

阿诺德·伯恩哈德(Arnold Bernhard)

本文是一本名为《经验与教训》中的节选文章，价值线的创始人阿诺德·伯恩哈德基于他对作为市场价格支持的股息和账面价值的历史性分析，预测了一个大牛市——道—琼斯指数从1979年的850上升到三五年后的1 500~2 000之间，上升100%。



在1979年，1929年股市大崩溃的第50周年，评论这两个时期的本质区别是什么可能是恰当的。

1929年，极度兴奋的美国人期待着一个彻底消除贫困的新时代；1979年，我们冷静地希望经济繁荣能有小小的增长。

1929年开启了政府注资刺激消费的一年；1979年人们开始认识到储蓄和资本投资的必要性。

1929年面临着难以承受的剩余问题；而1979年则面临着稀缺的问题。

1929年，我们可以自豪地宣称，美国的商业就是商业；而1979年，如果美国的商业是盈利的，则会被认为是昧良心的。

1929年，我们的货币与固定的金本位联系在一起；而1979年，我们的货币只与政治机构的意志联系在一起，这些政治机构相应地又被数以千计的院外活动集团控制了，每个院外活动集团都想免费得到一些利益，或者至少是以低于成本的价格获得一些利益，包括从住房、食物到能源。

〔1〕 选自：*The Journal of Portfolio Management* 6(Fall 1979), pp. 77—81, New York; Institutional Investor, Inc。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1929 年，道—琼斯工业平均指数的市盈率是 20 多倍，1979 年只有 7 倍。

在 1929 年所有光明的希望之后是三年毁灭性的通货紧缩，在这三年期间，道—琼斯股票的市值缩水了 90%；尽管 1979 年有不祥的预感，但我认为未来三至五年内道—琼斯指数将上升 100%，达到 1 500～2 000之间。

预测未来三至五年的道—琼斯指数并不是要试图精确指出在具体某一年道—琼斯的价格。这个预测可能的用处在它有助于规划投资战略。它实际上指出了从现在到 1983 年间的某个时候股票价格有可能翻一番。与该预期相反，近期股票价格有可能适度降低的风险是值得去冒的。

➢ 假设

与其他 5 年期的预测一样，该预测也是基于一些特定的假设。这些假设如下：

1. 我国将不会卷入一场大规模的战争。
2. 即便发生经济萧条，其持续时间也不会超过 12 个月。
3. 通货膨胀仍将持续，但通胀率不会高于目前 Aaa 债券 9.25%的收益率，或者通胀率将下降，使债券收益在 1983 年之前下降到 6%。
4. 美国人和他们的仿效者(政治家们)将会从更加社会主义化转为更加依赖自由市场。

尽管我没有试图用统计数据证明这些假设的正确性，但用于简要解释为什么这些假设比其他可能性来得更现实，这样的方式可能更为适宜。

在当今的核时代，一场大规模战争对每个人来说都没有赢家。它可能由于一系列愚蠢的错误而爆发。如果战争爆发了，那么这一预测与其他事情一样毫无意义。

由于今天人们比 20 世纪 30 年代更加了解货币政策和财政政策，而且阻止经济萧条是政府的责任也成为一项普遍认可的规则，因此，经济衰退将是短期的相比经济危机是长期的假设显得更加合理。

预期通货膨胀仍将持续仅仅是因为明白市场机制不能有效应对工会不受约束的垄断力量。他们控制住了大部分的生产成本，并且与



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他不受约束的垄断力量一样，不考虑生产率而坚持要求更高的价格。很少会出现与这类通货膨胀斗争的政治倾向，一方面是因为这类通货膨胀抬高了可供从政者使用的税收，另一方面是因为这些工会拥有很大的政治影响力。因此，出于政治原因，由于工资增长超过生产率的增长而带来的成本持续增长，货币供应将会增加。

尽管如此，我们还是需要妥善建立一股抵消的力量来控制通货膨胀，即便我们不可能清除通货膨胀。普通市民开始明白工资增长超过生产率的增长只会使他薪金所增的部分在超市被减去。他们明白，由此产生的通货膨胀把他们推进了原先只为富人设计的纳税等级。这使得他们非常保守，要求至少有遏制措施。

最后，假设全体选民将会从进一步社会主义化转向更加依赖于自由市场。这已经在法国、意大利、英国和加拿大发生了。官僚体制和法规在所有地方都得不到公众的尊重。它们并不生产物品，政客们已经明白了这些。

▶ 这是好消息吗？

我必须承认，1974 年 12 月 5 日我在加州大学洛杉矶分校召开的商业预测会议上做了道—琼斯指数上升到1 500～2 000之间的同样的预测。（道—琼斯指数随后下降到了 600 以下。）我预测 1979 年底以前道指将上升到1 500～2 000之间，现在看来这显然是不可能的。我的错误在于低估了通货膨胀对公司利润率、对股利发放率以及对股息倍率所产生的消极效应。

在这次预测中，我试图更加谨慎地关注这些因素。我注意到一些有利的因素：公司的利润率（指账面值）几乎恢复到比债券收益率高出 5 个百分点的历史平均水平。如果债券的收益率保持在 9.2%的高位，那么，股利发放率会维持在 45%，一旦债券收益率跌至 6%，则股利发放率上升到 55%，由于股息增长率在上述任何一种情况中都高于债券收益率，我认为股息倍率将会恢复到 22.5 倍或者更高。由此算出 1983 年之前道—琼斯指数将达到1 500～2 000。

对于持股者来说，情形并不像数字所显示的那样美妙。持股者的钱虽然翻了一倍，但是在考虑了通货膨胀率之后，这笔钱很有可能只相当于今天的一半。尽管如此，股票持有者比债券持有者更好一些，后者 9.25%的收益率经过收入税调整后，只有 6%。例如，通货膨胀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率为 9%，即债券持有者的当前收益为负，而且 9%的通胀率几乎很难出现变数。

股票持有者的年收益也为负——以当前作为比较基准，股票持有者甚至亏得更厉害——但是，股票持有者是美元翻倍，无论他们的美元值多少。债券持有者最终只能得到同等数目的贬值了的美元。最后，股票持有者要为他们保留的收入支付资本收益税。但同时，所保留的收入将延期纳税并且复利计息。

均值回归[1]

H. 布兰德利·佩利(H. Bradlee Perry)

对于许多专业投资者来说，《贝伯森员工信》是一个受人欢迎的提供见解和观点的来源。布兰德利·佩利的文章尤其受人喜欢，特别是对于那些想象他用新英格兰人的口音来读其书写的文字的那些读者。这里，他讨论了在投资中事物怎样会很少长期保持"截然不同"。





高尔夫运动员和棒球运动员经常谈论"遵循固定的套路"，即他们的挥杆动作遵循对他们很有成效的某种特定的模式。不同的商业也有一种"套路"，即对它们而言典型的业绩模式。每只股票也都倾向于有一个典型的评估"套路"。

然而，运动员、商业和股票会偶尔偏离其典型表现，有时表现得好一些，有时表现得差一点。这样的时期对于体育迷和投资者来说显然是非常重要的。

由于衰老和其他人类的弱点，高尔夫球手和棒球运动员并不能

[1] 经允许，选自：*The Babson Staff Letter*，August 14，1987。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总是能回到某个套路。但是，主要由于竞争力量的影响，商业和股票往往能回到某个“套路”。统计学家们将这称为“均值回归”。了解这个过程并且仔细观察它对于投资者来说将有非常丰厚的回报。

▶ 行业模式

大多数类型的商业受到许多具体因素的影响，这些因素赋予了这些商业显著的特征，并且这些特定商业中的所有参与者都倾向于以有些类似的方式来运作。当有某一个不这样运作时，历史显示这些“偏离者”往往会回归到遵循其行业模式。

银行业是一个很好的例子，这是一个非常同质的行业。所有银行主要与钱打交道，钱是一种商品，因为一家银行的钱与另一家银行的钱是一模一样的。银行都通过各种方式，主要从个体和企业吸收存款，然后将这些资金贷给其他个体和企业。

有些银行比其他银行管理得更好，因此，它们能稍微更有效地运作。但从长期来看，在这样一个同质、竞争性的行业中，银行几乎不会在绩效上有重大区别——尤其是在经济条件相似的地理区域内。

在几年中，当某家银行比其竞争者发展得更快时，它通常在借款上表现更为激进。最终导致更大的贷款损失，转而又钳制了它的快速发展。当一家银行在利润扩张上偶然表现得疯狂时，它就陷入了这样的大麻烦，即它很难恢复其地位。伊利诺大陆银行(Continental Illinois Bank)就是最近的一个例子，先前的第一宾夕法尼亚银行(First Pennsylvania Bank)也经历了同样的命运(由于多少有点不同的原因)。

然而，在大多数例子中，过度激进的银行确实回归到了平均水平。比较有名的例子是许多年前的公民与南方公司(Citizens & Southern)和 20 世纪 70 年代末期的大通曼哈顿银行(Chase Manhattan Bank)。

相反，那些经历了比通常发展速度慢的时期并被贴以“沉睡”标签的银行通常会活跃起来，并且回到“套路”上。富国银行(Wells Fargo)、第一州际银行广场(First Interstate)和波士顿金融干道银行(State Street Boston)都是很好的例证。

同样的过程几乎在每个行业都已发生。在 20 世纪 70 年代当埃克森石油公司(Exxon)逐渐赶上时，德士古石油公司(Texaco)从领先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的地位跌了下来；当美国赫克力士公司(Hercules)从股价低于票面价值的位置上升到一个非常好的位置时，美国联合碳化物公司（Union Carbide)失去了它在化工领域的卓越地位；当通用食品公司(General Foods)逐渐流于一般水平时，波顿(Borden)和纳贝斯克(Nabisco)在食品行业活跃起来，当厄普约翰(Upjohn)沦为一般水平时，辉瑞公司(Pfizer)则逐渐发展壮大；当五月百货公司(May Department Stores)从后面迎头赶上时，联合百货公司(Federated Department Stores)从其强势地位滑落了；等等。

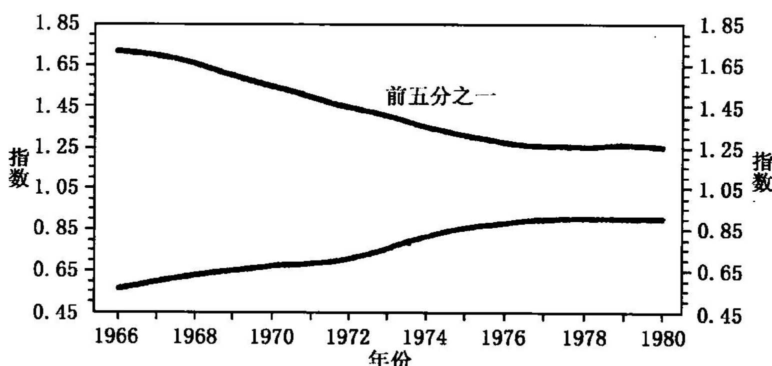


图 1　收益的收敛趋势：股票的五年平均收益

图 1 中的记录很清楚，通常在一个受少数基本因素影响很大的行业中，公司绩效很少能无限期高于或低于平均水平，始终存在一个回归到均值的趋势……

图 1 中阐明了这一点，这是由美林(Merrill Lynch)几年前做的图。该图涉及1 500多家公司的广泛的范围，表明 1966 年那些收益于前五分之一的公司如何在以后的 14 年经历了它们的债券收益从高于平均水平降到略高于平均水平——以及那些在 1966 年处于刻度最底部的公司如何提高到只略低于平均水平……



▶ 股票市场的绩效

我们需要始终牢记的一个教训是股票价格往往相当充分地反映公司最近的表现。当一项业务开展得很好时，几乎可以肯定，这一事实已经影响到了股票——由于每个人都看到来自公司的利好报道。类似地，当一个公司最近的结果比较糟糕时，股票通常会下跌。

当有关“良好”公司的报道中，其业绩变得略微不令人满意——或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者可能仅仅是不能让人更满意——它们的股票有可能低于市场的表现。另一方面，有关一个“糟糕”公司的报道中，其业绩有小幅提高，就会使它的股价大幅上扬……

▶ 结论

许多年前，我们知道有一个公司外部的人想出了一种非常简单且非常有效的选购股票的方法。他详细地记录下了不同公司股票所赚的资产收益。只有当在一个公司的利润低于其历史平均水平时，他才会购买该只股票——并且只有当利润涨到高于那个平均水平时，他才会出售该股票。这位先生是一位非常成功的投资者，并且他的常识性的方法(先于均值回归被广泛理解)在今天仍然如同以往一样适用。

该方法奏效的原因是大多数投资者目光相对短浅，假设最近发生的仍会继续。他们没有意识到经济和市场的力量时常会起作用，将公司(整个行业)压回到它们各自的套路。进一步说，在均衡中还有人的因素。就像运动员，要让管理层长期进行超出能力的活动很难。同样，任何管理者也不想持续表现很差。如果他们确实长期表现得很差，那么，董事们(或者一个外部的购买者)通常就会介入并且更换管理者。

评价一个公司在哪些方面与其通常的绩效模式相关并且它的现状如何影响了它的股价是一个非常有用的过程。像其他投资技巧一样，因为例外的确会发生，该方法并不是总能奏效，但很清楚，该类分析能提高一个人的投资组合平均水平(average portfolio battery)。

市场择时的可能收益[1]

威廉·F. 夏普(William F. Sharpe)

威廉·夏普是斯坦福商学院金融系 STANCO25 教授和夏普

[1] 选自：*The Financial Analyst's Journal* 31 (March/April 1975), pp. 60－69. Charlottesville, Virginia: Association for Investment Management and Research。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事务所主席。他是诺贝尔经济学奖获得者，为投资管理的理论和实践做出了重要的贡献。此处节选了他 1975 年对成功实施市场择时方法所必需的决策优越度的调查。在其完整的文章中，读者会发现大量支持性的统计资料。



那些希望比其竞争者表现更好的投资经理通常希望通过选择一类特定的证券或通过在许多类特定的证券中分配资产来达到目标。后一种战略中最富有成效的方式很有可能是在牛市时持有普通股票并且在熊市时持有现金等价物（“择时”）。

在一个完全有效率的市场中，任何希望通过在众多证券中挑挑拣拣来获得高于总体“市场投资组合（同时考虑风险和收益）”的绩效的尝试都将失败。虽然几乎没有投资经理乐于承认美国证券市场完全有效率，但是越来越多的人认为无效率的情况还是少而又少的：一种证券的价格与信息灵通并技高一筹的分析师为之确定的“内在价值”之间的分离有可能是很小的、暂时的，且事先难以识别。对专业管理的投资组合收益率的实验研究结果与以下观点一致：专业管理的投资组合的风险回报能年复一年高于平均收益的实属凤毛麟角，如果有的话。

有些人就极力主张从个股选择甚或行业群选择中所获得的超常收益有可能非常小，以至于没法证明为了努力识别和利用明显的无效率所花费的成本是合理的；相反，也有些人认为通过成功的市场择时能获得很大收益。该方法相当流行，因而被认为是几种主要的“管理方式”之一。当投资组合的价值在持久的熊市中缩水时，就会有越来越多的投资者认为该方法是可能的治病良方。那些致力于择时战略的经理们凭借技巧和运气在 1973～1974 年熊市时转而持有现金等价物，因而在 1974 年的后半年能够吸引到资金，而他们的竞争者既要经历资产市场价值的减少，又经常要遭受账户实际损失。市场有效率的意思就是预测市场转向应该不比识别哪些具体证券的表现会异乎寻常地好或者糟糕来得容易。再者，尝试利用这类预测必须承担不可收回的交易成本，并且发生错误时，证券投资



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金容易遭受更大的损失。平均来说，股票的表现要胜过短期货币市场工具。如果一个人没有优越的预测能力，他很可能将股票转换成现金等价物，因而放弃了收益。但这只是陈述显而易见的事实。一个人的预测要优越到何种程度才能有效地执行一种市场择时方式呢？

结论是相当清楚的。从长期来看，市场择时的尝试所产生的年回报递增率不可能高于4%。进一步来说，除非一个经理每年都能够相当精确（例如，至少10次中有7次正确）地预测市场是好还是坏；否则，他或许就该完全避免尝试市场择时。

对于那些感觉自己能够明智地把资金从股票中撤出并投入到短期低风险工具中来避免下一个熊市的人而言，这个悲观的观点没有吸引力。一些人目前正在这么做，另外一些人也在积极地考虑这么做。当然，总的来说，除非相关证券的市值发生显著变化，基金不可能被“转换”。但是个体投资者能够并且一直在这样“转换”。

据说，军队通常为打好先前的战争做好了充分的准备。一些正在采用积极的市场择时方法的投资者似乎也对先前的市场做好了准备。对军队来说，不幸的是下一场战争可能与上一场不同；对于投资者来说，不幸的是以后的市场可能也与以前的市场不同。

仅仅用数字来衡量绩效是不够的[1]

罗伯特·G. 柯比(Robert G. Kirby)

罗伯特·柯比担任美国资本集团(Capital Group)的主要投资组合经理已经有20年了，成为斯坦福商学院的一名教员已有一学期，并且在大半生都是一位开着保时捷的赛车手。他始终出

〔1〕选自：a paper given at a seminar sponsored by the Institute of Chartered Financial Analysts and the Financial Analysts Research Foundation, Chicago, Illinois, April 2, 1976。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

席我们同行的“一次性”会议，用智慧和极好的幽默感化解紧张气氛。



人们常说，在这个行业没有免费的午餐。这个行业也没有什么长期计划。的确如此，因为大多数长期计划都经受不住短期波动。我想许多基金经理在过去几年里已经发现，不管你是为哪种机构工作，它都是由那些做钢铁、做汉堡包、管理宗教机构，或诸如此类的人所经营的。他们并不真的具备预期股价波动的经验。因此，无论该机构是福特基金会（Ford Foundation）还是托皮卡基督教青年会（Topeka YMCA），遭遇 1973 年或 1974 年，你就会成为一个膘肥体壮的猎物，除非你有特别强大的计划能让你在短期内挺过来……

绩效衡量虽属于根本上很好的主意，但不知为何会完全失控。在许许多多的案例中，绩效衡量技术的密集应用实际上却对它理应服务的宗旨——也就是投资资本获得一个令人满意的收益率——构成了妨碍。绩效衡量运动开展十年来，真正的负面效应有：

1. 它培育了这样的观念，即评价一个基金管理机构在 2 年或 3 年内的表现是可能的——而实际上要恰当地评价货币管理至少需要 5 年，可能需要 10 年甚至以上。

2. 它试图以万能的电脑可接受的方式来量化和构造出一个只对定量评估部分敏感、同时需要大量的主观评价才可以得到一个有意义的结论的函数。

3. 对于创造了对市场择时的崇拜，它必须承担大部分的责任。

实际上，我坚决主张细致的绩效衡量，我只是不同意正在使用的一些系统，也不同意运用数据的许多方式。现代绩效衡量的一个极大的缺陷是它常常试图仅仅依据覆盖时期相对较短的定量数据来得出有用和有意义的结论。一年或两年的单纯定量数据不能帮助人们得出任何有用的结论，也不能得出对一个基金经理有意义的评价。但是，这恰恰是绩效衡量经常试图去做的。

在另一个极端，我会坦率承认如果数据所覆盖的时间是 15 年或 20 年，那么完全没有理由去使用定性衡量。如果时间跨度是 10 年或



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者可能短至 5 年，那么观测也可能是正确的。最终，一个人想要成为成功的基金经理，必须在监督之下获得从绝对和相对的角度来看都令人满意的资本投资收益。如果时间跨度足够长，仅凭数字也会得到正确的结论——但这很少见。

为了根据我的批评得出一个视角，让我们看看能否发现优秀基金管理机构表面上共同的特征。我们周围有许多称职的基金经理。在我看来，最优秀的基金经理所共同拥有的杰出品质是掌握一个在很长时期内（譬如 20 年或 30 年）证明是成功的明确的投资哲学。大多数机构不论在任何情况下都牢牢坚持这种投资哲学。发生变化的总是市场的潮流和时尚，而且其变化通常剧烈且快速。这些机构知道，有时股票市场让他们看上去比自己实际上要聪明很多，有时又使他们看上去比自己实际上要愚蠢很多。大多数优秀的投资管理者是理性的，但股票市场不是。

短期异常行为——短期内发生在股票市场上的过度波动和突然改变的潮流——主要是由于许多全职的、消息灵通的、积极的投资者都努力使自己以月计或以季度计的投资表现超过所有投资者而造成的。优秀的投资管理公司都不玩这样的游戏，他们都试图在一个明确的投资哲学指导下做出长期投资决策。市场本身实际上只代表了一个以理性为中线前后摆动的单摆，它在理性这个点上的时间很短，而在两边的时间很长。

我不会申明短期的、量化的绩效数据完全无用；相反，这类数据作为逆指标通常很有用。如果我要寻找一位外部的基金经理来管理我公司的养老金或分红基金，那么我会遵循类似于以下的程序：首先我会寻找一家已经成立一段时间，并且在多种投资组合中都有着良好的长期绩效记录的机构，确定机构中的人员富有经验和才能。我会确定其良好的长期绩效记录是坚持应用一种清晰的投资哲学的结果。我彻底搞清楚该机构提供了一个有激励的工作环境，因此优秀的员工会留下来。然后，在我确认了那些满足所有这些明细条件的各家机构后，聘请一家在过去两年有着最差记录的机构……

短期的投资绩效数据是不远的将来的绩效最好的逆指标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无序增长[1]

I. M. D. 利特尔(I. M. D. Little)

利特尔多年来都是牛津大学纳菲尔德学院(Nuffield College)非常成功的投资主任或投资组合经理。他根据他在城里的经纪人经常打来的电话经营着一个"换手率非常高"的投资组合，他认为自己是一个业余的投资者。他还是一个一流的经济观察者，有着迷人、良好的幽默感。这在他1962年对数以百计的英国公司做广泛分析的开创性研究"过去的增长行为是否在某种意义上是未来增长的指导"的结论中有很好的体现。





结论

▶ 主要针对投资者

1. 尽管大量的利润被用作再投资，但是，调整后的每股税前收益的增长还是滞后于收入，尤其是在那些主要与出口和投资相关的行业中。人们了解得更多的是，除了纺织业之外，股息的增长很快。如果到目前为止数字又有所上升，那么税前收益的增长无疑还是非常慢的。除非有一些根本的经济变化能使资本的盈利能力增加，否则股票的前景要比过去的绩效所带给人的联想差很多。股票价值不会接着凭借税收的降低和股息发放限制的放宽而扶摇直上。然而，这当然不是说目前(1962年6月)的价格与固定利率投资相比太高了。

甚至最小的投资者都能避免某一只特定股票的风险或少数几只

〔1〕 选自：*Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 24(1962) (extracts), pp. 387－412. Oxford , England: Blackwell Publishers。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选中的股票的风险，所以要证明反向收益率差距是合理的，我们就需要有一个确信的盼望——股息收益率及其增长率之和应该超过固定利率投资的兑现收益率。过去当然没有任何事情表明股票的价值被高估，尽管收益的绩效相对疲软、再投入资本的收益率明显很低。

2. 试图单单从过去的收益增长率、从盈利股息比率，或从资产规模来预测未来收入是没有用的。以上因素没有一个会影响一只股票的价格，只是一个高的盈利股息比率可能常常导致高于平均水平的未来股息业绩，但是一只股票的价格与其收益之间的联系并不紧密。斯考特先生(Mr. Scott)发现了过去的收益和未来的股票价格(要在前一个结果之后满一年)之间的相关性。就未来股息和过去收益增长相关的程度来讲，这是可以解释的，但是，可能主要的理由是一个天真的信念，即过去的增长仍会继续。

▶ **主要针对经济学家**

1. 我之所以错误地预期我能够在未来和过去增长之间找到某种相关性(根据"行业"平均)，主要是基于这样的观点，即良好和糟糕的管理的某些连续性会确立这样一种相关性，如果把良好的管理定义为能够赚取比"行业"平均水平更高的股本金利润率并且能够在新注入资金上维持这个利润率一段时间，譬如说5～8年或者更长，那么，良好和糟糕的管理是非常少见的。从统计上来讲，英国玛莎百货(Marks & Spencer)并不存在。显然，人们预期的标准太高了。不仅运气可能起了很大的作用，使得成功或失败都不太可能是固定不变的，而且竞争的力量也可能阻止高于平均水平的收益继续维持下去。

2. 值得注意的是，自1955年以来，增长分布的方差已经大大地增加了。这可视同不确定性的增加，不确定性可能与市场的自由度和竞争性的增加相关。

3. 再投资与增长之间并没有显著的相关性，这个暂时性的结论令人困惑。它表明，那些再投资相对较多的企业中，平均而言，衰退的企业与增长的企业是一半对一半。当然，有可能那些衰退的企业的新投资与其他的公司一样盈利，而它们总体的相对失败是由于旧资产盈利能力的下降。即使如此，如果庞大的"再投资"中只包含了赢利能力下降的旧资产所对应的相等的股份，那么，人们仍然能预期这个集团作为一个整体其增长速度超出了平均水平。该相关性的缺失可以用这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样一个假设来解释，即赢利能力下降的公司倾向于再投资，更多地是作为一种保险措施(可能购买主要的金融资产)。但我们知道这大体上是错误的，因为事实是快速增长导致了一个相对高的再投资。似乎只能得出这样一个结论：那些企业利润留成比例相对较高的公司会选择赢利能力相对较低的投资。

论股市猜测之徒劳[1]

戴维·L. 贝伯森(David L. Babson)

50年耿直地讲真话使戴维·贝伯森赢得了敢于尖锐而诚实地提建议的好名声。这个1951年的例子表明为什么他公司的员工信会被他的竞争者、客户和朋友广泛阅读。





在最近的一封员工信中，我们讨论了试图预测股价最近趋势的徒劳。对于理性的投资者来说，显而易见的是，如果有人能始终且精确地做到这一点的话，那么他很快就能成为一个亿万富翁，也就没必要将其对股市的猜测卖给普通公众。

在许多这样的信件中，我们已经试图去指出基本价值和股票价值之间的根本区别。价值可以用统计手段来分析和检验。当情感因素和意外的新闻动态经常暂时性地搅乱价格和价值之间的关系时，最终这两者就会相关。

因此，我们极力倡导投资决策应基于对价值的彻底研究，而不是浪费时间去猜测价格在下一周或下一个月是更高还是更低。

如果客户有机会观察到投资者就在第二次世界大战以后时期由于自己猜测价格和市场最近趋势或由于盲从了别人对此的猜测所遭

[1] 经允许，选自：The *Weekly Staff Letter*(August 27,1951)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受的巨大损失，他们会感到胆寒。自从1947年以来，几乎每周试图“预测”的“建议服务”都主张出售股票，并且今天几乎所有的股票都是看跌的。

市场的猜测者对价值的基本测量法——价格与当前与未来的收益和股息之间的关系——关注不足。他没有更适当的方法来分析行业活动的未来前景，只好猜测。那些关注价格比关注价值更多的人不重视行业和公司的不同特征。

他假设每个对证券感兴趣的人都是只关注价格最近波动的投机者。他不明白一个真正的投资者的真实目标是维持他的生活标准，而不仅仅是维持他拥有美元的数量。（如果他能维持他的生活标准，那么，他所拥有的美元数量就自便吧）。

价格预测者并没有意识到有责任和有理性的人想要购买的是一个管理良好、财务状况亦良好的公司的权益，该公司有着高于平均水平的持续增长和扩张的前景，而不是下注于每天印在报价页面上的某个名字。

选择“增长”股[1]

T. 罗·普莱斯(T. Rowe Price, Jr.)

T. 罗·普莱斯将增长股投资视为解决通货膨胀对购买力削弱的唯一途径，这一论据最初在《巴伦周刊》(Barron's)一系列文章中得到了阐述。这里从那些文章的转载本中节选出几个重要的片段。



在做一项投资规划时，极为重要的是投资者在购买任何证券前，

[1] 经允许，选自：T. Rowe Price, *Picking "Growth" Stocks* (Princeton, New Jersey, 1939), 3—18，版权归 Dow Jones & Company, Inc.，1939 所有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应该问一下自己："我的目标是什么?"他必须意识到除非经历很长的时间段，否则普通股投资不能保证他资本金的安全，并且存在其他的方式更有可能提供给他一个可观、稳定的收入……

投资者三个主要的目标是：(1)资本保护，或者说投资的本金的市场价值的稳定；(2)一个固定比率的可观收入；(3)资本增长。所有的证券都包含风险，但风险的程度随着证券类型的不同而大不一样。一种诸如短期政府债券的证券类型很可能是保护本金安全的很好的手段，但一定不能指望它带来可观的利润。

另一种证券类型，诸如一家航空公司的普通股票，可能带来可观的利润，但肯定不能指望它保护本金的安全。上述两种证券中的任何一个证券都可能很好地胜任某一个目标，但没有一个证券能胜任所有三个主要目标。因此，个体必须预先决定他总资金的百分之多少应该投在资本保护上，多少应该投在可观收入上，以及多少应该投在资本增长上，然后再选择最能胜任每个目标的证券类型。

当资金投在资本保护上，就牺牲了可观收入和资本增长的机会；当资金投在一个固定比率的可观收入上，就牺牲了市场价值的稳定和资本增长；当资金投在资本增长上，必须牺牲其他两个主要目标——资本保护和可观收入。

本研究的主要课题——"投资的生命周期理论"既适用于为资本保护和可观收入而购买证券，也同样适用于为资本增长而挑选证券……

大多数公司的收益会经历一个生命周期，类似于人的生命周期，它有三个重要的阶段——成长期、成熟期和衰退期。保险公司明白为一个 50 岁的人做寿险要比为一个 25 岁的人做寿险风险大得多，并且为一个 75 岁的人做寿险要比为一个 50 岁的人做寿险风险大得多。换句话说，他们知道随着一个人到达成熟期并开始衰退，风险上升。

同样的道理，常识告诉我们，当某行业长期的或者超长期的收益趋势仍然是增长时，相对于其达到成熟期并开始衰退时，对其投资盈利的概率更大、亏本的风险更小。当某一行业地位得以稳定，在收益能力增长的时期内盈利的机会最大。当成熟期到来、衰退开始时，风险因素就增加了……

因为经济或商业周期与一个公司的生命周期是同时运行的，很难



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事先确定收益能力何时下降。然而，对社会、政治和经济趋势的研究和理解应该能使人们及时意识到一家公司长期收益趋势的变化，从而在遭受严重损失之前能及时撤回资本。

挑选处于增长期的公司的股票是有可能的，已有一笔实际的基金应用在作者所谓的"投资的生命周期理论"上便是最好的证据。该理论的发展经历了大约 10 年的时期。1934 年，为检验该理论的合理性创立了一个很小的实验性基金。自那时以来，该理论所描述的原理和方法已经在这笔实际基金的管理中得到了应用，并得出了如下的结果：

在 1935 年至 1938 年这四年间，该基金全部被投资出去，换句话说，没有试图去捕捉市场的波动。然而，增长股的名单经常有变动。该时期内激进的立法和突然的、具有深远影响的经济发展已经改变了许多公司的长期收益趋势。当股票似乎已经达到它们的最大收益能力时，就会被清仓，收益会再投资于其他增长股。当然，并不是每一种选择都是成功的。

从 1934 年 12 月 31 日到 1938 年 12 月 31 日，该实验性基金的本金增加了 76.3%，在那段时期内，由工业平均指数、交通运输业平均指数和公用事业平均指数组成的道—琼斯综合平均指数的收益只有 31.6%。在这四年间，30 只工业股票的道—琼斯平均指数增值了 48.7%。

相比道—琼斯平均指数的增长，该实验性基金的收入增长也是十分出色的。4 年中每一年实验性基金和道—琼斯平均指数的收入都显示在下表中，其中收益用其占资本金的百分比来表示……

	1935 年	1936 年	1937 年	1938	4 年平均
增长股投资组合	2.6%	7.8%	9.0%	6.04%	6.36%
道—琼斯综合平均指数	4.2	6.2	7.2	4.5	5.52
道—琼斯工业平均指数	4.3	6.7	7.8	4.80	5.90

应该强调的是，这些收入和资本收益的数据是基于实际的投资经验而不是基于一个事后聪明式的理论性投资，看起来它们为以下观点的合理性提供了令人信服的证据：应仅限于持有那些仍然处于其生命周期的收益增长阶段的公司的股票。这样的策略以最小的风险获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了最大的收益，同样重要的是这些数据证明了这是可行的。

衡量一个行业的生命周期的两种最好的方法是单位销售量和持股人可得的净收益。由于普通股票投资应限于销量和收益都在增长的行业，因此，同时考虑两者很重要……

“增长股”可定义为这样一类企业的股份：其股票已经展现了不俗的根本性长期收益增长，并且在做了仔细的研究之后，有未来持续超长期增长的迹象。

超长期的或根本性长期的增长不应与收益的周期性恢复相混淆，后者发生在企业活动从萧条期向繁荣期过渡的过程中。超长期增长将延伸到几个商业周期，其收益在每个下一轮主要商业周期的顶峰达到新高……

一只股票被认为是增长股这个事实并不能保证在一个商业周期的下降趋势中收入和市值不下降，因为增长股常常和其他股票贬值一样多。

有两种主要的增长股——“周期性增长”股和“稳定增长”股。

这两种股票的每一种都有不同的特点，并且适用于不同的投资目的。一只稳定增长股对于需要相对稳定收入的投资者来说是更为合适的，而周期性增长股对于那些主要目标是在周期性恢复期内获得资本收益的投资者来说是更为适合。

“成熟”股是这样的股票，即经过仔细的研究之后，这些企业的股票好像已经达到了它们的最大收益。

“衰退”股可以定义为这样的股票，即这些企业的股票正经历长期或超长期的收益下降。

将复苏年份的顶峰 1937 年与繁荣年份 1929 年相比，我们发现以下结果：

	收入	股息	市场价值
增长股	增长 47.3%	增长 148.4%	增长 67.1%
成熟股	下降 16.6%	增长 18.3%	下降 13.8%
衰退股	下降 56.5%	下降 43.0%	下降 61.0%

投资在普通股上有两个合理的原因——收入的增长和本金的增长。许多投资者喜欢能带来很高的现期收入的普通股。这是一个靠



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不佳的策略，因为在大多数情况下，在购买时能获得一个相对较高收益的普通股未来收入下降和市值的风险更大……

在 1929 年至 1938 年 10 年间，成熟股的平均收入为 4.5%，增长股为 4.2%，衰退股为 3.2%，回过头来看，把 10 年作为一个整体，成熟股的收入最高是由于成熟股中的 4 只股票在 1929 年以后继续增长，到这 10 年的后几年才达到成熟期。如果局限于过去的 5 年，则这一比较对于增长股更为有利。

在购买时，收益出现成熟化和衰退化趋势的股票可能比增长股带来更高的收益。但是经过几年的时间以后，增长股的股息会增加，并且最终增长股带来更好的投资本金回报率。

当将增长股的资本收入与成熟股和衰退股的资本损失相比时，结果更加令人信服。1929 年投资在增长股上的 1 美元在 1938 年的价值是投资在成熟股上 1 美元的 2 倍，也是投资在衰退股上 1 美元的 5 倍。

显而易见的是，要获得更高的现值收入得牺牲未来的收入并承担本金损失的风险。

悖论[1]

查尔斯·D. 艾里斯(Charles D. Ellis)

投资经理异乎寻常地重视操纵投资组合而不是投资咨询在本文中受到质疑。如果没有来自客户的策略导向，是否获得和提供投资咨询就都不是投资经理的职责了？



▶ 一个悖论正困扰着投资经理

这个悖论是带有长期目标的基金正被设法用于满足既不可行也

[1] 经允许，选自：Charles D. Ellis, *Investment Policy* (Homewood, Illinois, 1985), 21—28。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不重要的短期目标，并且他们没有被设法用于满足既可行又重要的长期目标。

大多数投资经理在一项不重要、却很困难的工作上投入大部分时间，却鲜有成就甚至毫无成就，那就是力图“打败大盘”。如果不承受高于平均的市场风险，实际能够持续高出股票市场的绩效哪怕超过半个百分点，也是一个巨大的成功，很长时间以来没多少投资经理能够实现。

投资经理及其客户能够并应该全身心投入的一项真正重要而又并不艰巨的任务包含下述四个步骤：

(1)了解客户的需要；

(2)明确满足客户需要的现实的投资目标；

(3)正确配置每一个具体的投资组合；

(4)为达成客户现实的、特定的长期投资目标而开发无懈可击的、明智的投资策略。

这样一来，成功很容易实现。

例如，倘若债券的长期平均回报率是8%，普通股的投资回报率是16%。——因为股票的长期回报率必须比较高，才能说服投资人接受股票投资的风险——那么，只要把投资组合中5%的资产从债券移到股票，并且维持不动，假以时日，会让投资组合的平均年回报率增加0.4个百分点(8%×5%=0.4%)。

把资产配置从60%的股票、40%的固定收益投资组合，改成65：35，并非主要的建议，但是……通过高超的选股，持续以每年高出市场40个基点(0.4个百分点)的回报率击败市场，一定是重大成就。

几乎没有机构投资者能够达到和维持这样卓越的成果。

具有讽刺意味的是，在基本资产配置决策上，即使做这样幅度不很大的改变，可能提高的总报酬比起在“打败大盘综合症”控制下追求的那种难以捉摸的增量都还高出很多。

显然，如果资产配置能够真正配合客户的目标，即使把重心更多地放在股票上——70：30，或80：20，或90：10，甚至100：0——也是合理的；平均下来，比起60：40的投资组合，其回报率还会增加更多：如果是70：30，每年的回报率增加0.8%；如果是80：20，每年的回报率增加1.6%；如果百分之百投资在股票上，则每年的回报率平均



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增加3.2%。事实上，没有多少投资经理能够期望以这样高的比率打败大盘。

当然，以上计算是机械式的，所列出的平均值没有考虑到每一个别年度的实际回报率会以这些平均值为中心呈现令人吃惊甚至令人生畏的分布。

如果投资人坚持挺过市场许多令人心惊肉跳的漩涡，那么，普通股的长期回报是否高于债券或票据未必就是关键的问题。

事实上，关键的问题是投资人能否坚持。问题不在于市场，而在于我们自己、我们的感觉，以及我们对这些感觉的反应。这就是为什么对于每位客户来说，现实地了解自己和/或其组织对市场波动的容忍，以及自己的长期投资目标，并形成对投资和资本市场的现实理解是如此重要。你对自己作为投资人的情况越清楚，越了解投资管理和证券市场，就会越清楚什么样的资产配置真正符合你的投资组合，也就越可能长期坚持你的信念。

在投资管理中，获得优异业绩的真正机会不在于争着抢着超越大盘，而在于建立并坚持适当的长期投资策略，使投资组合能够随着市场的主要长期动力起伏而受益。由那些拥有长远眼光和明确目标、现实而又消息灵通的客户明智地制定出的投资策略，是建立投资组合应该依据的基础，也是历经多次市场循环、长期进行管理的基础。

实际上，几乎没有投资者开发出这样的投资策略，因此，大部分客户在投资经理不知道自己真正目标、没有详尽的协议来规范其作为投资经理的任务的情况下，听任其管理自己的投资组合。这是客户的错误。

由于对不同客户的具体情况和价值观了解得不够，因此，实际上投资经理管理所有的基金时，通常会采用相同的方法和十分近似的资产配置，甚至连管理极为不同的员工福利基金，如退休基金和利润共享基金时，也是如此。

就功能和需要而言，退休基金和利润共享基金有着深刻的差异，使它们可以作为明显的例子，说明在最重要的投资决定——资产配置上，采用了令人不安的标准化方法。就每个人收到的总金额来说，利润共享基金在员工退休或离开的那一天完全终止，因此，这种基金有一系列绝对的、可以预测的结束点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种“结束期支配”的风险需要一种避免市值重大波动的投资策略。另一方面，退休金计划几乎是终身的投资工具，在这种计划中投入资金，目的是要在相当长而又高度可预测的一段时间里，让参与计划的人细水长流般得到年金给付；他们在很长的“过渡”阶段，可以轻松接受相当大的市场波动。

事实上，对于退休金计划和利润共享计划这两种投资，连股票—债券比率这一重大而基本的层面都未予以区分；从这点可以得到一个严肃的结论，在理论上，投资策略符合客户具体的投资目标，可能受到尊重，但实际上却几乎无人采纳。

不同的员工福利计划之间可能有天渊之别，但是，唯有公司高管在制定或检讨基本投资策略时，极力说明其公司和计划的特性，才能凸显这些差别的重要性。

你很难想象公司高管只提出泛泛的方针或指示，例如“设法胜过大盘”，或“你是专家，能为我们做些什么你看着办”，然后就例行公事把操作类似千百万美元的责任完全交给部门的日常业务经理，更别说是交给最高管理层不直接监督的经理了。

真正的问题不在于投资组合经理是否配合每位客户的目标和目的来建立投资组合（毫不奇怪，他们事实上没有这样做），而是谁来负责这一必要的改变。务实的答案是这种责任不能由投资经理承担，只能留待客户负责。客户能够承担这种责任，也应该承担。

相比客户对投资组合中的个别资产实施最有技巧的操纵，客户制定和维持明智的长期策略以确保投资组合被赋予适当的投资结构，会对其投资组合的长期回报率贡献更大。

简单地说，客户应该使投资组合的操作服从于投资策略，客户担负起他们主导制定投资策略的责任。这不是应该留待投资经理处理的投资问题，不管他们多么有技巧、多么尽责，且更甚于法国政治家克里孟梭（Clemenceau）所说的：战争不应该留给将军们决定。这是客户的问题，是一种可以放弃、却无法真正实现授权的责任。

只有对情况了然于胸的客户能中肯、可信地说出基金中资金流出量的重要特征——诸如金额、时机和确定性。只有客户知道自己或自己的机构对于市场价格变动的忍耐度——尤其在市场走极端时，忍耐度真的很重要——因为就是在这样的紧张时期，投资策略似乎最不确



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定，改变的压力也最大。对于个体投资者，只有他们自己最清楚自己的整体财务和投资状况——他们的赚钱能力、储蓄能力、孩子教育支出的义务，以及自己对投资的看法。

企业高级管理层了解公司退休金计划的精算假设，以及这些假设实际上和现实状况有多接近；了解当养老金资产的市值突然下降，必须提用资金弥补计划资产的赤字，因而对公司季报或年报的收益增长带来影响时，公司的忍耐度如何；了解关于员工福利的哲学的演变，以及福利项目可能的变化；了解公司增加退休计划参与者的福利，以保障其购买力不受通货膨胀侵蚀的可能性；也了解员工、高级主管和董事会对临时性的市场波动的忍耐度。公司退休金计划主办者的“风险忍耐度”，不仅是养老金工作人员或高级财务主管的风险忍耐度，还是在严峻的市场逆境中，董事会大部分成员的风险忍耐度。

以下有六个重要问题，每一位客户都应该彻底考虑，然后把自己的答案向投资经理阐明(敦促自己的客户做这种“家庭作业”对于投资经理来说是明智之举)。

第一，不利结果的真正风险是什么，尤其是从短期看？永远不应该冒不能承受的风险。例如，把一个高三学生全部的大学学费储蓄投资到股市上，是说不通的，因为如果市场走低，这位学生可能无法支付学费账单。如果到目前为止，这位学生的父母在这场“金钱游戏”中幸运地赚了钱，他们应该见好就收。

第二，客户对不利经验可能会有什么样的情绪反应？俗话说，有人重视吃得好，有人重视睡得好。投资经理应了解投资组合价值的暂时波动是否在客户知情的忍耐度之内，如果是，则应安之若素。这里特意强调了“知情的忍耐度”。因为避免市场风险的确有“机会成本”，投资经理应该完全告知客户，避免每一种水平的市场风险，机会成本各是多少。

第三，客户对投资和市场有多了解？对不是专家的人而言，投资并非总是有道理的。有时候，投资看来异常违背直觉。缺乏了解通常会让投资人在熊市时太谨慎，在牛市时太自信，有时候因此付出相当大的代价。投资经理应该注意不要想当然，客户的实际经验可能没你想象的那么丰富。

投资经理可以通过解释资本市场运转的方式——和运转不当的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方式——来帮助客户，客户也可以设法教育自己。

如果客户很熟悉投资环境，就会知道该期望什么。这种客户能够从容应对具有破坏性的经历，而其他信息较少的投资人对于少见的有利或不利的市场经历可能会反应过度。

第四，客户有什么其他的资金或所得来源？这个投资组合对客户的整体财务状况有多重要？例如，由繁荣的大企业主办的退休基金相比大学捐赠基金，可以适当地承受更大的市场风险，后者可能难以筹集资金来弥补亏损。年轻的企业经理人拥有丰厚退休金作为保障，可以承受比较大的短期市场风险，退休的寡妇通常承担不了其母校所能承受的风险。

第五，投资策略有没有规定任何法律限制？许多捐赠基金有重大的限制，尤其是就收入如何定义或如何支用做了详细规定，或者对两者都做了详细规定。

第六，投资组合价值的中期波动是否造成了一些可能影响策略的意外后果？经常举的一个例子是，如果投资组合的市场价值跌到精算师根据计算当前提拨而制定的"触发"水平之下，迫使退休基金增加提拨的风险。

我们应该考察以上每一个可能的顾虑，以确定我们与通常的最佳投资策略——以略高于平均水平的市场风险进行广泛的分散投资——偏离多少是有根据的。对特定客户的状况和目标做深入了解并加以运用，是为每一个不同的投资组合制定明智的投资策略的基础。



长期预期状态[1]

约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)

约翰·梅纳德·凯恩斯的《就业、利息和货币通论》一书充满了洞察力、深度和智慧。在这篇节选中，凯恩斯精彩地解释了从

[1] 选自：John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment Interest and Money*, 1936, 154—158, New York: Harcourt Brace Jovanovich, Inc。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“真正的”投资到市场驱动的投资的转换。特别值得一提的是，他的关注点在于过分注重短期市场回报而非勤勉追求公司的长期发展——其他人50年后才开始关注。



常规估价是大量无知个体之群体心理的产物，容易因舆论的突然波动而发生剧烈变化，然而引起舆论波动的因素并不真的对预期收益有多大影响，因为并未有什么有力证据可令大众确信股价会保持稳定。尤其在非常时期，即使没有什么确定的根据预期未来必然有变化，人们较之平时更不会相信目前的事态会无限持续下去，市场也会一时被乐观情绪左右，一时又被悲观情绪左右；这是非理性的，但从某种意义上讲又是合理的，因为既无事实根据，自然无从作理智的盘算。

但是，有一个特征特别值得我们注意。人们可能推测：行家里手之间相互竞争，运用了普通个体投资者所不具备的判断力和知识，就能纠正听凭无知的个体投资者自行是而导致的变幻无常。然而常有的情况是，职业投资者和投机者的精力和才干大多用在其他方面。事实上，这些人多数最关注的不是对于一项投资在其整个生命期中的可能收益做出高人一筹的长期预测，而是比普通大众早一些预测到估价成规的改变。他们不关注一项投资对于一个买进持有者真正值多少，而是关注三个月或一年后，在大众心理影响下，市场对其估价多少。而且，他们之所以有这种行为，并不是因为他们生性刚愎自用。投资市场的组织方式既如前述，则这是不可避免的结果。如果有一项投资，你相信其预期收益为30元，你还相信3个月以后其市场价值只有20元，那么现在出25元购买就不合情理。

因此，职业投资者不得不致力于预期在最近的将来新闻和氛围的变幻。经验显示，这些对市场中群众心理的影响最大。既然以所谓的“流动性”为目的来组织投资市场，这也是必然结果。可以肯定的是，在正统金融学的基本原理中，没有什么比“流动性”崇拜更有害于社会了；该学说认为投资机构将其资源集中于持有“流动”证券是一个积极的优点。但它忘了就社会整体而言，投资不存在流动性。从社会的角度看，有技巧的投资应该打败环绕在我们的未来周围的黑暗力量——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间和无知；但实际上从私人的角度看，当今最有技巧的投资就是像美国人说的那样“枪未响先偷跑”，骗过群众，把坏的、贬值的或不值钱的东西让给别人。

这场智慧的比拼旨在预测几个月以后常规估价的基准，而不是预测未来好几年中投资的预期收益，因而甚至不需要那些易受骗的群众参与以供职业投资者鱼肉，职业投资者相互之间就可以玩起来。大家也都不必单纯地相信常规估价的基准真的长期有效。可以这样说，这就类似于对牌(Snap)[1]、老姑娘(Old Maid)[2]和抢座位(Musical Chair)[3]游戏。在以上游戏中，谁能不早又不晚地说出“对”，谁能在游戏结束前把“老姑娘”递给邻座，谁能在音乐停止时保证自己有座位，谁就是胜者。

或者把比喻稍微改换一下。职业投资可以比作报纸上的竞赛：竞赛者从报纸上的一百张照片中选出六张最美的脸，谁的选择结果与全体参加竞赛者的平均偏好最接近，谁就得奖。在这种情形之下，每一参加竞赛者都不选他自己认为最美的，而选他认为最有可能迎合其他竞赛者喜好的，每个参加者都从同一角度出发看问题。于是，这就不再是拿出最好的判断力来选真正最美的人，甚至也不是选择一般舆论真正认为最美的人。我们已经达到了第三级，即绞尽脑汁预测一般舆论会推测一般舆论是怎样的。我相信，有些人会运用第四级、第五级甚至更高级的推测。

如果有读者插话：如果有熟稔此道者不被这种流行游戏迷惑，继续根据自己所能做的真正的、最佳的长期预测购买投资，则长时期中，他肯定能从其他参与者手中赚到大钱。那么回答是：首先，确实存在这样的严谨之人，而且他们的影响力能否超过玩市场游戏的人，对投资市场来说是天差地别的；但我们也必须补充一句，有一些因素使得这种人不能在现代投资市场中占主导地位。今天，根据真正的长期预测进行投资太难了，几乎行不通。那些有志于此的人，相比那些努力



[1] 一种儿童扑克牌游戏，游戏者轮流下牌，出现相同的牌时，要抢先喊“对”。——译者注

[2] 一种扑克牌游戏，玩家们可以互相交换纸牌，直到其中一个手上之剩下一张Q后就成为唯一的输家。——译者注

[3] 是一种随乐声抢座位的游戏，参加者随乐声绕一圈椅子走动，音乐停止时未抢到椅子者受罚。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在揣测大众行为方面比大众更高一筹的人，肯定过得更加费力而且得冒更大的风险；而且，假设两种人智力相若，前者更可能出大错。打败"时间"和"无知"这两个"未来"所拥有的力量要比"枪未响先偷跑"要耗神更多。而且，人生有限——人类本性喜欢速效，对于快速来钱总是有特别的热情，普罗大众对于更遥远的收益，其热情总会大打折扣。完全缺乏赌博天性的人就会感觉这种职业投资游戏无聊、费力到无可忍受的地步。而有赌博天性的人必须得为自己的这一嗜好付出相应的代价。此外，若有投资者打算忽视短期市场波动，则为安全起见，必须有更雄厚的财力；而且如果是借的资金，那么，一定不能大规模投资——这也再次说明，为什么用同样的智力和资金来炒给定的股票，以游戏处之者获利更多。最后，正是那些最能促进公众利益的长期投资者，但凡其投资基金由委员会、董事会或银行经管，便会在实践中受到最多的批评。因为在一般人看来，就其行为的本质而言，他是古怪、不合常规且胆大的。如果他成功了，只会坚定了一般人认为他胆大的观点；如果在短期内他不成功——这是很可能的——他不会得到许多同情，因为处世之道讲求：宁可因墨守成规而无名，也不能因打破常规而得名……

▶ 凯恩斯的指导

出于……经验，我很清楚由于不同的原因，成批转换的观念是不切实际且的确不尽如人意的。大多数尝试者卖得太晚又买得太晚，并且买卖过于频繁，从而产生了巨大的费用，亦形成了过于多变和投机的思想状态；此外，如若这种思想得以广泛传播，又会造成加剧波动规模的严重的社会不利因素。现在我认为成功的投资有赖于三个原理。

1. 仔细选择一些投资(或一些投资类型)时，已经考虑到便宜的因素。所谓的便宜是相对于未来一段时间它们可能的实际价值和潜在的内在价值而言的，也是相对于同一时期其他的投资选择而言的。

2. 无论遇到任何情况，坚定不移地持有相当数量的这些投资，也许要几年，直到它们兑现了其预期，或者明显看出购买它们是个错误。

3. 保持一个平衡的投资状况，换句话说，尽管个人持股很多，但仍然存在种种风险，如果可能的话，要对抗风险。(比如，在其他证券中持有黄金股票，因为一旦有总体波动，黄金很可能朝着相反的方向运动。)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一方面，若将一张1英镑的票据以15先令的价格卖掉，以期用12先令6便士的价格买回，这就是一个错误。拒绝用15先令购买1英镑的票据，理由是它不可能真的值1英镑(因为有丰富的经验表明，当能以15先令的价格买到1英镑的票据时，很多人期望它跌到12先令6便士)，这也是一个错误。

另一条重要的规则是要避免安全性差一等的投资，这些投资中没有一个会上升，并且有几个铁定会下降。这就是普通股投资者失败的主要原因。理想的投资组合要分散投资于购买真正安全的未来收入(其未来的升值或贬值将取决于利率)。如果有人投资于证券，认为其有能力带来收益上极大的提高，甚至可以比肩相当多运用了世界上最佳技巧的案例，那么一定会出问题。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七编

秘诀、规则和戒律



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商业成功的巴纳姆规则[1]

菲尼尔斯·T.巴纳姆(Phinaeus T. Barnum)

菲尼尔斯·T.巴纳姆因首创"三个马戏场的马戏团"而著名。他还写了四本书，其中一本是《巴纳姆传》，本文这些规则正是出自该书。巴纳姆在康涅狄格州的东桥港组织了一个模范工业社区，并且给纽约市带来了第一只河马。



1. **选择那些适合你天生倾向和脾气的职业。**一些人天生就是机械工，有些人对机械之类的事有种强烈的反感，等等；一个人天生爱好一个职业，另一个人则爱好另一个职业，诸如此类。迪克·霍姆斯根(Dick Homespun)说："我很高兴每个人感觉和想法都不一样，不然，每个人都会认为我的姑娘苏克·施耐普斯(Sukey Snipes)是世界上最漂亮的人儿，并且都会想尽办法博取她的芳心。"

我永远都不会是个成功的零售商。我已经屡试屡败。我绝不会满足于一份固定的薪水，因为我生性喜爱彻头彻尾地投机，而别人正好相反。因此，所有人都应该小心选择那些最适合自己的职业。

2. **你的诺言永远是神圣的。**如果不能不折不扣地以最快速度履行你的诺言，就不要许诺。对于一个商人来说，最宝贵的东西莫过于言必信、行必果的名声。一个人严格遵守这条规则，就相当于掌握了熟人口袋中闲余基金的一半，他的身边总会环绕着一大帮朋友，而且他们几乎在任何想得到的紧急情况中都可以依赖。

3. **不管做什么，都全力以赴。**如果有必要的话，要一天到晚、一

[1] 选自：*The Life of P. T. Barnum* (New York: Redfield, 1885), Chapter 14, pp. 394—399。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年到头、千方百计做事情，能现在做就绝不拖延哪怕一个小时。“任何值得做的事情都值得做好。”这句古老的谚语蕴含着真理且意味深长。许多人因为用尽全力做生意而致富，而他的邻居却因为未尽全力而终生困顿。雄心、精力、勤勉、坚韧都是商业成功不可缺少的要素。

4. **清醒**。不要饮用任何酒精类饮品。一个人必须有能够拟定计划的大脑和指导自己执行的理性，才能在商业上取得成功。因此，无论上帝慷慨地赐予他多少智慧，如果他的大脑昏昏然，他的判断被酒精饮料搞偏了，那么，他做生意不可能成功。当一个人和他的朋友啜饮着“社交的玻璃杯”，多少好机会一去不回头啊！神经作用剂让受害者暂时变得很富有，在其影响下做了多少愚蠢的交易啊！镇静剂！许多重要的机会被推迟到了明天，以至于遥遥无期了，因为酒精使整个身体陷入无精打采的状态，消耗了商业成功所必不可少的精力。将酒作为一种饮料就像人吸食鸦片一样属于一种痴迷，并且就其对生意人成功的破坏性而言，两者不分伯仲。

5. **让希望做主，但不要好高骛远**。许多人始终穷困是因为他们好高骛远。每一个项目在他们看来都好像一定成功，所以他们不停地从一桩生意换到另一桩生意，却始终陷于水深火热之地，进退维谷。“鸡蛋还没孵，忙着数鸡雏”式的打算是古时的错误了，但似乎并未随着时间的推移而改进。

6. **不要分散你的力量**。只致力于一种商业活动，并且坚持不渝直到成功，或直到你决定放弃。坚持不断地敲击一颗钉子，最终总是能把它钉到底，这样就牢固了。当一个人将全部的注意力集中在一个目标上的时候，他的思想会不断地建议提升价值；如果他的脑子里同时装着许多不同的目标，就会忘记提升价值。就是因为同时从事太多的事务，许多财富就从人们的指尖溜走了。



7. **雇用合适的员工**。能找到一个习惯良好的人来做这份工作，就绝不要雇用一个有不良习惯的人。总的来说，我非常庆幸拥有忠诚而又有能力的人承担我公司里责任重大的工作。一个人有这样的赐福，真是怎么感恩都不为过。当你发现一个人不胜任他的岗位时，或者是由于能力不足或者是由于性格或性情古怪，那么就免掉他的工作，不要白费力气去改变他的天性，让悲惨的生活延续太久。改变人的天性是完全不可能的事，“粗瓷碗雕不出细花来”，等等。他天赋在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别的方面，让他去发现和完成好了。

8. **为你的公司做广告**。不要韬光养晦。无论你的职业或者说天职是什么，如果它需要来自公众的支持，那么，就以这样或那样的形式全面而有效地做广告，这就会吸引公众的眼球。我坦率地承认，对于我人生中已取得的成功，公众媒体所起的作用比其他几乎所有因素综合起来还要大。也有可能有不需要做广告的职业，但我还没想好是哪些职业。

有时候商人会告诉你他们已经尝试过做广告，但收效甚微。只有吝啬而勉强地广告时，才会这样。广告量如果经过了不同程度的稀释，可能会收效甚微——就像半剂药会使病人恶心，但没有任何效果。只有充分地用药，治疗效果才是肯定和持久的。

有些人说："做广告我们负担不起。"他们错了——不做广告他们才负担不起。在这个人人读报的国家，如果看不出这是他借以对公众说话以及赖以寻找顾客的最便宜和最好的媒介，那么他一定是个花岗岩脑袋。做出生意人的样子来，通常会梦想成真。农夫播下种子，玉米和马铃薯在他睡觉时都在成长。广告也一样。当你在睡觉或吃饭或与一群客户聊天时，你的广告正在被成千上万的人阅读着，这些人从来没有见过你，也从来没有听说过你的公司，并且如果不是你把广告登在报纸上，他们永远也不会听说。

9. **避免奢侈，永远量入为出，只要你不会因此而陷入绝对饿死状态**。那些从未考虑过生活中的逆境，总是把手上的钱花得精光的人永远达不到金钱上的独立，这话不需要预言家来告诉我们。

已经习惯于随心所欲的男人和女人们会发现，一开始很难削减他们的各种不必要开支，并且如果相比惯常的生活，他们要住在小房子里、配上便宜的家具、少呼朋唤友、少买昂贵的衣服、少开舞会、少聚会、少看戏、少坐马车、少一些欢乐游、少抽烟、少喝酒，等等，他们会感觉这是一种极大的自我否定。但是如果他们愿意尝试储存"留窝蛋"也就是小钱的计划，那么在支付了所有的费用后，他们会惊奇于自己从不断增加"小钱"以及所有节约的习惯中得到的乐趣，这些节约的习惯正来自于对这种特别的乐趣的追求。

当那些开始懂得节约之乐的人沉迷于仔细考量花费上的差异时，旧衣服、旧帽子和旧裙子来年这个季节还能顶用；自来水和泉水比香

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

槟口感更好；轻快散步结果比乘坐最豪华的四轮大马车还要让人心旷神怡；一家人谈天说地或者晚间阅读，或者玩一个小时的“找拖鞋”[1]和“捉迷藏”游戏，比花费50～500美元的一个聚会要快乐得多。

数以千计的人一生穷困，而数以万计的人在获得足够让他们一辈子过上好日子的财富之后却因生活奢靡无度变得穷困。在这个国家里，一些家庭每年要花2万美元，有些还更多，他们根本不知道如何节俭过生活。

富裕，尤其是暴富，是比困窘更为严峻的考验。“来的容易去的快”这句话虽然古老却是真理。一旦人们任由骄傲支配，骄傲就成为一只永远不死的大尺蠖，啃噬一个人世俗财物的要害部位，无论其财富是少是多，是数以百计还是数以百万计。许多人一旦走向富裕，就马上开始消费奢侈品，然后在很短的时间内，他们因为装门面和引人注目这类可笑的企图而入不敷出，终于倾家荡产。

10. **不要依赖别人。**你的成功必须依靠你自己个人的努力。不要相信朋友的帮助，要明白每个人的财富/好运要靠自己亲手来缔造。

一个有理性的人会在自己的经历中得出以上观点。只要适当关注前述规则，那么，挣到足以过舒适生活的收入，我想通常不是什么难事。

《邓普顿点金术》中的经世格言[2]

威廉·普罗克特(William Proctor)



邓普顿——有着虔诚的信仰、追求优异的动力和设定目标的习惯——在投资管理领域已经创下了了不起的记录。这是他给投资者的格言。

[1] 一种经典儿童游戏，游戏者围一圈，外圈悄悄传拖鞋，一个人在内圈猜拖鞋在谁手上。——译者注

[2] 经允许，选自：*The Templeton Touch* by William Proctor，1983。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



邓普顿说有22条关键的指导性原理使他成为全世界最伟大的在世投资者之一。这些要点是他本人的原话，也是可以算是《邓普顿点金术》一书的内容简介。其中有些在先前的章节中已详细讨论过了；其他的是相对较新的至理名言；所有的格言都是最高明的投资者在他们决定将钱投在哪里时应该铭记于心的。

1. 对所有长期的投资者来说，只有一个目标——“税后实际总收益最大化”。

2. 实现良好的记录需要很多研究和努力，并且比大多数人想象的要难得多。

3. 除非你能做些与众不同的事，否则你想要有更优异的表现是不可能的。

4. 极度悲观之时是买进的最好时机，极度乐观之时是卖出的最好时机。

5. 以有些不同的方式来表达“格言4”，在股票市场上，买到便宜货的唯一途径就是购买大多数投资者都卖掉的股票。

6. 即使给你最高的回报，在别人沮丧出卖之时买进、贪婪买进时卖出需要极大的坚毅。

7. 熊市总是暂时的。在商业周期谷底到来之前，股票价格会上升1～12个月。

8. 如果某个特定行业或某个类型的证券受到投资者的青睐，但这种人气总是暂时的，一旦过了气，多少年后都不会再有这样的人气。

9. 长期来看，股票市场的指数会在每股收益长期上升趋势附近波动。

10. 在实施自由企业制的国家里，股票市场的指数收益会在指数中包含的股票重置账面价值附近波动。

11. 如果你跟其他人买了一样的股票，你将会得到与其他人一样的结果。

12. 一只股票的短期持有者卖好之时是你买进之时，一只股票的短期持有者买好之时通常是你卖出之时。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13. 股票价格的波动比股票价值的波动要大得多。因此，指数型基金从来不会创下总体收益的最佳绩效。

14. 太多投资者将目光集中在“展望”和“趋势”上。其实，关注价值可以获得更多的利润。

15. 相比只研究一个国家而言，如果你在全世界搜寻会找到更多和更好的买卖。同时，你也获得了多样化投资的安全性。

16. 股票价格的波动大致与价格的平方根成比例。

17. 出售一项资产的时机是当你已经发现一项更好的买卖来替代它的时候。

18. 任何选择股票的方法变得流行时，请转而采用不流行的方法。就像在“格言 3”中所建议的那样，太多投资者一拥而上就能毁掉任何选股方法或择时公式。

19. 不要永远只用一种类型的资产或选择方法。努力保持灵活、开放和多疑，只有将你偏好的证券类型和你的选股方法按照从流行转为不流行的路径予以转换，才能获得长期最优的结果。

20. 选股的技巧因素对于你投资中的普通股部分最为重要。

21. 最优的绩效是由一个人而不是一个委员会实现的。

22. 如果你以祈祷开始，那么你就能思考得更清晰并且更少犯愚蠢的错误。

如果你拥有一只股票并且正在考虑换成第二只股票，那么第二只股票的价值至少应该比第一只股票高出至少 50%，这种转换才是值得的。



成功投机之道[1]

菲利普·L. 卡里特(Philip L. Carret)

写完《投机的艺术》一书 65 年之后，卡里特仍然在投资，而且还很成功，这真是令人惊叹。以下规则正是出自该书。他即将庆

[1] 选自：*The Art of Speculation* (Burlington, Vermont, 1979; originally published 1930)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

祝自己的百岁华诞；他继续以一位投资经理的身份积极工作。



➢ 投机者的12条戒律

各行各业都有管理标准，干这行的人不能不予理会。因此，在投机性投资中整理一些特定的规则也是可能的，如果想成功，必须明智地遵循这些规则。如果投机者盲目遵循任意的一套规则，就永远不会成功。例外总是有的，但他必须在任何特定的情形下都敏锐地运用自己的智慧……

投机性投资者的12条戒律具体如下：

1. 持有证券不要少于10种，覆盖业务领域不少于5个。
2. 每6个月至少重新评价所持有的证券一次。
3. 至少把全部基金的一半投在能创收的证券上。
4. 在分析任何股票时，将收益作为最不重要的因素来考虑。
5. 亏损时了结要快，获利时了结要慢。
6. 如果某个证券的详细信息不能轻易且定期得到，那么绝对不要把一项给定基金的25%投在这样的证券上
7. 要像躲避瘟疫一样躲避“内部信息”。
8. 要不辞辛劳地寻找事实，而不是建议。
9. 忽略评价证券的呆板的公式。
10. 当股票价格高涨、货币利率上升、商业繁荣时，至少把给定基金的一半投资在短期债券上。
11. 借钱要谨慎，只有当股票价格低、货币利率低或正在下降、商业萧条时才可以借钱。
12. 提留适当比例的可用基金购买有前途的公司的股票长期股权，如果可以的话。

➢ 将偶然性最小化

第一条戒律提出了多样化的最低标准。将一项给定的基金放在几个篮子中对于投机和投资一样重要。多样化能为投机者带来三个重要的结果。它将偶然性因素最小化了，允许偶尔判断失误，也将未知因素的重要性最小化了。就像在人类活动的其他领域一样，偶然性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在投机中起了一定的作用。一次地震或其他不可预见的"上帝的活动"可能让我们天衣无缝的计划付之东流。然而,这样的意外不会平均地影响所有的证券,多样化对于偶然性因素造成的影响提供了可能的最好保护。判断失误也同样不可避免。甚至是最机敏的投机者也可能有20%～25%的时间从手头的数据得出错误的结论。如果他把全部资金压在一个证券上,而他的判断又是错误的,那么就会蒙受惨重的损失。另一方面,如果一个投机者将投资分散在10只不同的证券上,那么一个25%的误差幅度并不会严重影响到他。

在任意特定的时间影响任何单个证券价值的最重要的因素是未知因素。甚至连一个公司的董事长都不清楚影响他公司证券内在价值的所有事实。投机者必须为未知因素留有一个相当大的空间,即使这些公司经常报告它们的状况,也为使持股者和公众对于它们的事务能得到充分的信息而做出了诚实的努力。有了充分的多样化,这些影响单个证券的未知因素会相互抵消。在一只证券中由于未知因素造成的损失可由在另一只证券中得到的未预料到的巨大利润来弥补。

▶ 一个心理上的难题

对于投资者常规的建议是他应该至少每年仔细检查他持有的股票以找出薄弱环节。投机者会自然更密切地关注他所持有的股票。第二条规则意味着仅仅浏览投资清单以及计算上面所显示的账面损益是不够的。它意味着投机者应该尽可能试图从一个分离的角度重新分析每一只股票。不动感情地考虑一个他已经冒险投入资金的投机,这从心理上来说是一件很困难的事。尽管如此,投机者还是应该就这件事做出坚定的努力。举个例子,如果他拥有一只特定股票的100股,目前售价是90美元,那么他应该完全不考虑他购买股票时的价格并且问自己这个问题:"如果我今天有9 000美元现金,希望购买某种证券,相比成千上万其他我可以购买的各只股票,我会选择那只股票吗?"如果答案是强烈否定,那么他应该卖掉那只股票。在这件事上,无论股票成本是50美元还是130美元,没有一点差别。虽然一般人会给它相当大的权重,但这是一个完全不相干的事。

▶ 耐心要素

我们不建议投机者进行重新分析的频率超过每6个月一次。如果他试图更频繁,那么他就有可能陷入频繁转换证券这种有害的甚至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是致命的习惯。成功的投机者基本素质之一就是耐心。对于一只特定的股票来说，要让市场在很大程度上反映出该股票背后积累的价值可能需要很多年。在南方铁路这个例子中，20 年来都将所赚收入再投资到房地产中，才有其普通股 2 年内从 25 上升到 120。仔细的分析可能会发现在一只特定股票背后隐藏的价值远超过市场价格。市场可能不会反映这些价值，直到一个牛市结合股息政策的一次变化提供了必要的推动力。甚至在牛市中，一只健康的股票也有可能几个星期或几个月着实令人沮丧地落后于整个股票队伍。在整个牛市过程中，那些始终在市场上寻找"下手机会"的交易者通常会从一只股票跳到另一只股票，结果却发现如果一开始就把钱投在仔细选好的 10 只或 12 只股票上并且持有它们所赚的钱比现在要多得多。

我从大萧条中学到了什么[1]

迪安·马太(Dean Mathey)

迪安·马太是德威证券(Dillion Read)的合伙人，领导着帝国信托投资公司(Empire Trust Company)，而且从 20 世纪 20 年代到 40 年代还是普林斯顿投资委员会一名成就斐然的主席。1966 年，他私人出版了《华尔街 50 年》，这些经验正是节选自该书。



1. 大约每 7～10 年会有这样一段时期：大众过度投机最终导致严重的恐慌和萧条，借钱的人处于极度不利的地位，而持有现金的人却能在邪恶的飓风中如塔一般屹立不倒。

2. 无论有什么明显的理由，极端的情形不会持续。没有梯子能高达天堂。我们可能会有"新时代"，但旧的法律仍在运作。

[1] 经允许，选自：*Fifty Years of Wall Street* (Princeton, New Jersey, 1966), pp. 67—68。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 避免承诺，尤其是滞后的承诺，它们更加暗藏祸端。你的这些承诺一旦不受欢迎，自然会恶有恶报。别人对你的承诺，你也要予以确定。当暴风雨来临时，误解会是很容易和自然的事，在这样的困境有一个很好的明确记录多让人高兴啊！

4. 在 1920 年和 1929 年，所谓的"大人物"基本上都说一切都好。但是，如果这些大人物都能有另外的想法，出乎意料的事就不会发生了。发生恐慌是由于领导者自己失去了方向。华尔街因周期性恐慌而臭名昭著。

5. 若没有持续地检视和质问你在最糟的情况下还钱的能力，就决不要借钱。

6. 成为一个乐观主义者是对的，但也要为最坏的情况做好准备。

7. 养成一个习惯，即不要无端地做出购买证券的建议。

8. 人们在境况好的时候借钱，而在境况差的时候还钱——正与他们应该做的相反。

9. 公众既无法辨识萧条的谷底，也无法辨识繁荣的顶点。虽然没有梯子能高达天堂，但有梯子能够一路下滑到某个国家（譬如美国）的人间地狱也同样令人难以置信。

1966 年出版的脚注

该备忘录写于暴风雨过去后的 1934～1935 年间。这是对我大萧条期间亲历那段坐卧不宁的经历时所思所想的一次深刻自省式的回顾。它一写好就出版了，当时还没有我今天的修改和解释。



罗伊·纽伯格年鉴[1]

罗伊·R. 纽伯格(Roy R. Neuberger)

罗伊·纽伯格已经成功地——而且充满热情地——投资和交易了许多年，其从业时间是同行业一些在任领导的 2～3 倍。这里

〔1〕 选自：Roy Neuberger, *The Roy Neuberger Almanac* (New York, original edition published 1977, revised edition copyright 1989 Roy R. Neuberger), 1—14。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是他的一些信条和意见。



我已经随意地写下了各种各样的思想、创意和原则，这些想法、主意和松散的原则对我很有帮助。在我过去买卖证券的 44 年里，我已经有效地使用了这些工具。如果你从这些意见中既得到了乐趣，又获得追求利润的有用知识，那我就心满意足了。

规则 1：灵活机变。我的哲学有必要因为各种事件和错误而不时改变。我的观点随着我们这个星球上不时发生的经济、政治和技术变化而变化。愿意改变你的想法以适应新形势是必要的。

规则 2：考虑你的气质。要确认你是天性就非常投机还是正好相反：害怕冒风险或者说胆怯，但是无论如何——

规则 3：广泛。使你的投资多样化，确信你的一些本金是安全的，并且努力使你的收入和本金同步提高。

规则 4：始终记住要剥一只猫的皮，方法千千万！本杰明·格雷厄姆通过推断基本价值做到了，本·史密斯(Ben Smith)通过精通何时和如何卖空做到了，罗·普赖斯(T. Rowe Price)通过正确评价新兴行业增长的重要性(比如拖车、住房)做到了；每个人都以自己的方式成功了。但是要想成功，请记住：

规则 5：怀疑。以下重复一些老掉牙但却有用的短语：

A. 自己掘坑自己跳。

B. 来自密苏里(Be from Missour)[1]。

C. 世界上每分钟都会有一个傻瓜诞生。(菲尼尔斯·T. 巴纳姆的赞美)

▶ 心理

不要低估了股票市场上心理的重要性。当人们买进时，他们比卖者更加焦急，反之亦然。人们在做出买进或卖出的决策时考虑了太多

[1] 意思是密苏里州的人很固执，不太信任别人，一定要人家证明一下。据说这句话之所以流行(尤其在美国中西部)是因为美国一些名人都住过密苏里州，包括哈里·特鲁曼(Harry Truman)、马克·吐温(Mark Twain)、沃特·迪斯尼(Walt Disney)等。后来表示不轻易相信别人，就使用这句话。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东西，包括经济统计或证券分析。一个糟糕(或好的)买进或卖出决策的做出可能仅仅因为一次头痛。

有些人试图去猜测大众会如何行动，他们相信自己能够被有利的潮流带走，但是这是危险的。公众可能很迟才行动。我看大众行为都是单调而重复的，有时他们相互影响太大，从而成为了自己习惯的牺牲品。

个人来说，我喜欢和他们相反。当事情看上去糟糕时，我反而变得乐观。当大众和世界看上去非常乐观时，我喜欢成为一位卖者，可能过早了，但是通常有利润……

▶ 潮流

华尔街似乎总有潮流。由于这样或那样的原因，20 世纪 20 年代乘坐斯图兹熊猫小汽车是一种潮流。20 世纪 60 年代，联合大企业成为一种潮流，使得核算账面盈余经常需要强大的簿记来帮助。无论如何，购买大量的股票仍应基于以下坚实的基础：(1)好产品；(2)必要的产品；(3)诚实的管理层；(4)诚实的报表。一点小运气通常对投资有帮助，但是潮流来来去去、变化不断，要当心。

▶ 坠入爱河

一个人应该爱上思想、人，或是在这个冒险性的世界里具有可能性的理想。在我的书中，最后一件爱上的事物是一只特定的股票。股票毕竟只是一张表明拥有公司部分所有权的纸，而且它的用途纯粹是图利。过去有些人由于爱上某个对他们心路的事物而变得极度富裕，但这个事实不一定表明总是那样。爱上一只证券直到该证券的价值被高估，此时让别人爱上该证券。



成功的进取型投资者的特征[1]

道格拉斯·贝里默(Douglas,Bellemore)

道格拉斯·贝里默在纽约大学夜校教授投资学已经有 40 年。

〔1〕 经允许，选自：Douglas H. Bellemore, *The Strategic Investor* (Omaha, Nebraska, 1963), 23—25。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在将其海军薪水、教书所得和投资咨询费(他也用钱证明了他所说的话)的积蓄投资50年后,他将所有的钱在32～34美元(规模价)的价位上投在了通用汽车上,因为通用汽车符合他对于优秀投资的所有测试。结果他的钱翻了一倍还有余。这里,他确定了一些激进投资者要想成功所必需的特征。



并不是所有的投资者都具有成功构建一个能多年来远远超越大盘的普通股投资组合所必需的与生俱来或后天习得的个人特征。

进取型投资者成功所需要的特征是什么?基本上有以下5种:

1.耐心。进取型投资者不应该期待速效,虽然这种事偶然会发生。成功很大程度上取决于选择低估情形的能力,且这一情形当前未被大多数投资者辨认出;亦取决于等待预期发展的能力,这类能带来资本收益的发展可能要几年后才会出现。他必须在做出投资承诺之后沉着地持有普通股票,可能要5～8年。个体投资在这个意义上与企业投资并没有什么两样。在企业投资中,管理者为了收获新投资项目的收益也必须等待。不能期待结果来得很快。实际上,许多成功的商业管理者的个人素质正是进取型投资者所必备的个人素质。

2.勇气。投资者自身必须具有坚定的信念、勇气和源自于前两者的信心,即有时有勇气对那些持不同意见者不予理会。这种勇气与公司最高管理者所展示出的勇气类似,就相当于愿意做出困难决策和承担决策责任。作为商业成功的关键要素,决策能力对于投资成功也十分关键。虽然不是所有的决策都正确,但是绝大部分必须是。

只有在仔细分析了事实和考虑了他人的建议之后才能做出决策。最终的决定可能与这样的建议不一致。但是高级执行经理和高级投资者之所以杰出,正是由于这种与众不同和接受责任的意愿。当然,前提是其判断通常是正确的。

3.智慧。为了实现成功,进取型投资者必须拥有平均水平的智慧,但绝不是说他得是一个天才。然而单单智慧并不是成功的唯一要素。常识——不可能检验,除非凭经验——在决策判断中同样重要。许多聪明绝顶的人投资记录很糟糕,是因为他们缺乏常识——说到底

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是评价一个情形的实践能力。

4. 情绪稳定。虽然与耐心近似，但这一特征涵盖的范围更为广泛。最初，投资者需要情绪稳定以避免被周期性横扫华尔街的乐观主义和悲观主义浪潮卷进去。再者，需要情绪稳定来把事实从人类情绪编织的网罗中剥离出来。伯纳德·巴鲁克(Bernard Baruch)曾经说过，大多数事实都要穿过"人类情绪的帘幕"才能到达华尔街，而且甚至连华尔街最老练的专业人员也很难从情绪中分辨出事实。

5. 努力工作。一个进取型投资者要想成功必须做彻底的研究，而这需要大量的时间和努力。他必须对他考虑进行投资的公司、对该行业、对该公司在其行业中的位置，以及该行业在经济中的地位和未来非常了解。而且，他必须做大量的财务分析，而这又要求他必须具备报表的基本知识。虽然其能力不必达到专业证券分析师的高级水平，但是他也必须足以决定相对经济实力、收益能力和项目未来的收入。带着这些目的，自学会计和公司财务的基本原理会很容易。

当然，经纪人通过他们研究部门的服务，在股票分析上也能提供很大的帮助，也能做很多查明事实的工作；尽管如此，投资者还是避免不了自己判断事实，而这需要知识。

6. 愿意牺牲多样化投资的保护。基于保险原则的多样化能够大大降低投资风险，但这不是随意就能实现的。多样化也不能取代一定量的投资判断，不过一个大到足以在纽约证券交易所内所有股票上平均分配的投资组合，或所有主要的工业股票，实际上会将风险降低到普通股整体所固有的风险水平。但是多样化，比如 20 只或 30 只股票，不能替代投资判断。

当保守的投资者依靠广泛多样化来使风险最小化时，其进取型的对手若想他的投资组合远远超越大盘，就必须牺牲广泛的多样化。虽然广泛的多样化通过以好补差来降低风险，但是它也大大降低了一个投资组合潜在的利润和资本收益。从来没有投机者能够靠遵循多样化原理来积累财富，同样，那些希望其投资组合能够远远超越大盘并带来较多资本收益的投资者不会实践广泛的多样化。

最后，每个投资者都必须问自己是否具备了以上讨论过的投资成功所有必备的条件。达不到以上任意一条，都可能导致投资者以进取型方式去投资比他遵循保守投资者的信条去投资绩效还要差。如果



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者决定保守，至少满意于知道自己将比那些采取进取战术但不合格的投资者绩效好很多。

对于进取型投资者来说，要想投资成功是没有捷径的。要赚得真正可观的资本收益，进取型投资者需要比保守投资者多得多的努力、耐心、勇气和智慧。

以上所有要点都要求达到很高程度。投资者不能不劳而获，就像在其他领域一样。投资者一旦选择了他自己的投资类型，他必须坚定不移地追求其特定群体的原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译后记

翻译工作就像流沙河，真正趟进去才知道水有多深。反反复复地核对，仍然觉得可以继续斟酌、继续完善，出版社规定的期限无论如何都觉得太短，然后总是有交稿成书的一天。这本书将投资大师们关于投资的经典理论做了一次简明扼要的梳理和总汇，由于每篇作者的时代和文风不同，加上节选的文章常常会缺少上下文背景，所以翻译起来尤其障碍重重。有些节选文章原本的文风就是喜用长句式或相对比较艰深，可能要读者慢慢体味，才能辨得其中滋味。在翻译过程中，我们也发现少数文章国内已有翻译，其中最令人钦佩和景仰的是1934年郭大力、王亚南对亚当·斯密《国民财富的性质和原因的研究》的翻译和1963年徐毓对《就业利息和货币通论》的翻译。虽然他们翻译的年代比较早，但和近年的很多新译著相比，的确功底更为深厚。他们在对原著内容有了透彻理解的基础上，既保证了语言的精炼、易懂和地道，又传神地还原了原书的本意，真正达到了信、达、雅的高度。只是当时的语言表达方式还有很重的文言痕迹，与今时读者的阅读习惯存在一定的距离，因此我们对相关两篇节选文章的翻译主要是做了一个文字现代化的工作。前辈精神让我们一方面很警醒，告诫自己一定不能主观上捣糨糊；但另一方面又战战兢兢、如履薄冰，唯恐心有余而力不逮。因此，如果读者能够感觉本书翻译差强人意，那么对我们也算是一种鼓励了；如若发现本书的翻译存在问题，亦望不吝来信赐教，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以期在重印时予以更正，邮箱 jxd@mail. shufe. edu. cn。

本书的翻译是集体劳动的结晶。全书共七编：第一、二编由张美芳翻译，江晓东校译；第三编由杨婧初译，张美芳校译；第四编由高毓赟初译，张美芳校译；第五编中的《大牛市与大崩盘》、《郁金香狂潮》、《对郁金香狂潮的再一次思考》、《大灾难》四篇由祁霏初译，江晓东校译；第五编中的《弗雷德之流太多》、《互相欺诈的个体骗子们》两篇由汪萍初译，江晓东校译；第六、七编由孙钢标初译，江晓东校译。江晓东核校全部译稿，并最后修改定稿。

在此对于参与初译工作的同学和上海财经大学出版社的相关编辑、校对等人员一并表示深深的谢意。

译　者
2009 年 7 月于上海财经大学育衡楼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《点津——来自大师的精彩篇章》一书实为一本文选，其中包含的文章来自于投资行业的大师们，如本杰明·格雷厄姆、沃伦·巴菲特、约翰·梅纳德·凯恩斯、罗伊·纽伯格、克劳德·罗森伯格、戴维·贝伯森、西德尼·霍默、菲利普·费雪，以及罗·普莱斯。全书以类似系列个人讲座的形式分享这些大师在市场中的毕生经验。这些伟大的投资理念，如此朴素，甚至简单，但却闪耀着无上的智慧火花。

书中内容包含了证券市场中的万千气象，既有股市的概念和市场史方面的内容，也有一些对于投资的经典建议、观点和评论，以及精彩的创意和经证明的极具价值的范例，并且还有预测、分析和业绩评价方面的内容，甚至是这些投资大师的秘诀、规则和戒律，也毫不保留地呈现给读者，其所选的关于投资艺术和实践的评论简短、清晰而深刻。

的确，投资者们应当好好地吸取历史的经验与教训。人类的行为——尽管在拍卖市场动力学中，它是波动的——从未也将不会改变。亨利·戴维·梭罗（Henry David Thoreau）在1854年曾如是表述：“每一代人都嘲笑老式样，而虔诚地追求新式样。”阅读这一富有创见的精选文集有助于避免在未来重蹈过去的覆辙。

本书1997年初版，2001年重印。

The Investor's Anthology

Original Ideas from the Industry's Greatest Minds

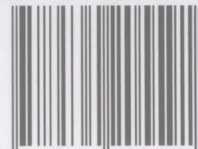
网址：www.sufep.com



http://www.wiley.com

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

ISBN 978-7-5642-0559-1



定价：36.00元

汇添富基金——长期投资致胜的选择